Doutrina

SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DAS OPÇÕES NEGOCIADAS EM BOLSAS

RACHEL SZTAJN

I — Introdução e função econômica

É frequente ouvir de operadores de bolsa que as opções negociadas nos pregões são contratos. Tais afirmativas, feitas em tom dogmático, de nenhuma prestabilidade são para o estudioso do direito, já que não vêm acompanhadas de qualquer explicação ou reflexão teórica, quer sobre o conceito de contrato, sobre o de declaração unilateral, quer sobre a possibilidade de relação entre autonomia privada e os direitos formativos ou potestativos, menos ainda sobre as condições que se exija para que a autonomia privada produza figuras negociais com a peculiaridade das opções.

Dada a crescente importância das opções nas relações negociais, e tendo em mente que alguns estudiosos consideram as opções um dos modelos fundamentais dos negócios ditos derivativos, a discussão e precisão técnico-conceitual do instituto se impõe. Por exemplo, a opção para adquirir valor mobiliário em momento futuro é posição que deriva do valor mobiliário subjacente e, como tal, tem valor negocial.

Lembre-se, a propósito, os bônus de subscrição, instituto previsto na Lei n. 6.404/76, arts. 75 e ss., que garantem aos

 Hudson, Alastair — The Law of Financial Derivatives, Sweet & Maxwell, 1996 — "define-se derivativo como a posição (produto) financeira que deriva de outra posição (produto)", p. 6. seus titulares o direito de subscrever ações de emissão da companhia mediante pagamento do preço de emissão.² São também tipo de opção, mas que, diferentemente das negociadas em bolsa, prevêem a aquisição de ações em emissão primária.

Outras opções aparecem acopladas a contratos como ocorre no arrendamento mercantil ou *leasing*, ou de bônus de subscrição acoplados a debêntures, ou outras modalidades. Há que lembrar, ainda, da opção que é representada pela escolha nas obrigações alternativas e nos contratos de compra e venda a contento.

O foco do ensaio, porém, será dirigido às opções que se encaixam nas operações de hedge ou de transferência de risco. Apenas interessam as opções que sejam utilizadas como estratégia de investimento, negociadas em bolsa ou balcão, embora se possa admitir que a natureza jurídica do negócio de opção, seja ele realizado com finalidade de especulação ou de seguro, seja de forma independente ou ligado a contrato, deva ser a mesma.

2. Parágrafo único do art. 75 dispõe: "Os bônus de subscrição conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social que será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações". O art. 77 da Lei esclarece que: "Os bônus de subscrição serão alienados pela companhia ou por ela atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de emissão de suas ações ou debêntures" (grifos meus).

O que é opção? Como se descreve?

A primeira indagação na pesquisa da natureza jurídica das opções tem caráter econômico. Qual a razão para que alguém se disponha a operar esse tipo de negócio jurídico? Imagine-se que "A" tem interesse em adquirir certo bem de que "B" é proprietário. A aquisição se destina a posterior revenda a "C" ou a impedir que "D" possa adquirir o bem.

Quando "B" se dispõe a alienar o bem "A" não tem os recursos necessários para pagar o preco do bem e nem sabe se "C" terá os recursos para pagar a ele, "A", pela subsequente venda que lhe seja feita. Claro que "A" pode propor a "B" a compra e venda a termo, para ser paga em data futura. Porém, se "C" desistir de adquirir o bem de "A" a aquisição perde, para esse especulador, o interesse econômico. O que "A" quer, numa tal situação, é que "B" lhe prometa que não venderá o bem a "C" nem a "D" até que "A" diga que não tem interesse na coisa. "A" quer de "B" uma opção para adquirir o bem, uma opção de compra, para ser exercida em algum momento posterior.

Raciocínio semelhante poderia ser desenvolvido para a situação inversa, de opcão de venda. O vendedor quer ter alguma garantia de que poderá alienar o bem a preco predeterminado. Esse modelo comportamental de negócios é, de longa data, conhecido dos operadores econômicos e já vem sendo discutido por juristas e doutrinadores desde o século passado. Difícil quem nunca tenha ouvido de alguém que deseja uma opção sobre certo bem, em geral imóvel, ou antigüidades, objetos raros, livros esgotados. A frase "separe para mim até tal dia" é uma forma de opção, de manter algum "direito" sobre a coisa alheia. A opção é, portanto, passo inicial, assim como a oferta, as tratativas preliminares ou pour parler para a conclusão de negócios socialmente úteis que servem de suporte para dotá-las de exigibilidade e vinculatividade.

Porém, como tipo negocial de operação de mercado bursátil, nestes últimos anos, as opções têm sido usadas não apenas na busca de ganhos mas também na administração de riscos. Vale dizer, ao invés de ajustar desde logo uma compra e venda (ou permuta) de valores mobiliários, mercadorias ou outros ativos financeiros, ajusta-se a possibilidade de, em momento futuro, celebrar a compra e venda (ou permuta) a preço adrede fixado.

Nessa operação a parte que "compra" a opção acredita que os preços futuros se elevarão e, como o preço de exercício já está fixado, aproveita-se da alta nos preços dos bens objeto da opção. Se se tratar de opção de venda, a parte vendedora, que deverá entregar o bem, por sua vez, acredita que em momento futuro o preço do bem será inferior ao de exercício da opção.

Vê-se, pois, que em cada uma das situações as partes estão especulando com a variação de preço do bem em momento futuro. Tratar-se-á de contrato entre o lançador e o tomador? Que tipo de contrato, se é que desse instituto se cuida? Compra e venda, promessa de contrato de venda e compra?

Diferentemente das promessas de compra e venda, que são obrigatórias para os contratantes se preenchidas as demais previsões contratuais, as opções podem ou não ser exercidas se o titular tiver ou não interesse em comprar/vender o bem. Tratandose de negócio de uso crescente no tráfico mercantil a importância de qualificá-las, a definição das regras a serem adotadas na análise do negócio e suas conseqüências jurídicas é de interesse não só teórico como prático.

A palavra opção tem sentido de escolha na linguagem corrente e, como escolha aparece, também, no mundo jurídico. Segundo Aurélio Buarque de Holanda, no Novo Dicionário, opção, do latim optione, é: l. Ato ou faculdade de optar; livre escolha. 2. Aquilo por que se opta. 3. Preferência que se concede a alguém (para comprar ou vender, pagar ou receber) dentro de determinado prazo e mediante certas condi-

ções. 4. Documento que contém essa preferência. É no sentido indicado sob número 3 das possibilidades indicadas pelo dicionário que se pretende discutir a natureza jurídica do negócio de opção.³

O dicionarista aponta que há na opção elemento de livre escolha que veste o titular do direito, escolha essa que não está sequer obrigado a justificar. Pode ou não comprar ou vender o bem. Mais, qualquer pagamento que faça à outra parte não compõe o preço. (Ressalte-se que no caso das opções ligadas a contratos de *leasing* essa regra não se aplica).

II - Origem

As opções eram conhecidas desde a Antigüidade. Sabe-se que há indícios de que as opções surgiram no final do século 16, início do século 17, na Holanda, e tinham por objeto a aquisição de bulbos de tulipas. Tais bulbos eram negociados no mer-

3. No Black's Law Dictionary - Revised Fourth Edition, West Publishing, encontra-se o seguinte: "Option - In English ecclesiastical law. A customary prerrogative of an archbishop, when a bishop is consecrated by him, to name a clerck or chaplain of his own to be provided for by such suffragan bishop; ...In contracts. A privilege existing in one person, for which he has paid money, which gives him the right to buy certain merchandise or certain specified securities from another person, if he chooses, at any time within an agreed period, at a fixed price, or to sell such propertiy to such other person in at an agreed price and time. If the option gives the choice of buying or not buying, it is denominated a "call". If it gives the choice of selleng or not, is called a "put". If it is a combination of both thesem and gives the privilege of either buying or selling or not, it is called a "straddle" or a "spread eagle". These terms are used on the stock-exchange". Prossegue para observar que: "A continuing offer or contract by which owner stipulates with another that latter shall have the right to buy property at fixed price within a certain time, and an agreement is only an "option" when no obligation rests on party "to make any payment except as consideration to support option until he has made up his mind within time specified to complete purchase... It is but continuing offer, which is merged in contract resulting from acceptance thereof".

cado holandês de plantas com preços superando mais de mil vezes seu real valor. Interessados no comércio de tulipas adquiriam, dos cultivadores da planta, opções sobre bulbos que viessem a ser produzidos para, posteriormente, revendê-los no mercado.

Como não corriam o risco da produção nem o de terem produto sujeito a oscilação de preços, podiam auferir lucros simplesmente recorrendo à possibilidade de adquirir bulbos que viessem a existir se os preços de mercado fossem atrativos.

Ora, uma tal operação não era bemvista na Europa por se aproximar de modelos de jogos em que se apostava na elevação ou queda de preços da coisa objeto da opção, razão pela qual as opções foram banidas da prática lícita. Não desapareceram, entretanto, sendo negociadas em mercados "paralelos", não formais.

No início deste século, na Inglaterra, as opções foram reintroduzidas por operadores estrangeiros mas, dada a facilidade de manipulação dos preços que oferecem, acabaram sendo proibidas no período que mediou entre 1930 e 1956. Nos Estados Unidos da América as opções eram negociadas de forma irregular, ilegal, nas ruas de Chicago durante muito tempo, até que, em 1934 foi criada a Associação dos Operadores de Opções (Options Dealers Associa-tion). Com o mercado auto-regrado, regulado, e fiscalizado pelos integrantes da associação, a licitude e regularidade do negócio passam a ser regra. Atualmente as operações com opções estão sujeitas ao controle das bolsas em que são admitidas à negociação.

Tratando-se de modelo negocial de bolsa duas questões devem ser enfrentadas. A primeira é saber se as opções de compra e venda comuns no tráfico negocial imobiliário e as opções negociadas nas bolsas são modelos negociais distintos; a segunda é se a denominação contrato se aplica às opções negociadas em bolsas que são cada vez mais freqüentes e ganham importância nos negócios de transferência de risco.

As opções são bastante conhecidas no que se refere a negócios com imóveis. Quem nunca ouviu, de um corretor de imóveis, que é possível ter opção sobre um determinado bem cuja aquisição/alienação está sendo considerada? Freqüentemente o potencial interessado na aquisição do imóvel obtém do proprietário o direito de, dentro de certo lapso temporal, decidir se quer ou não celebrar a venda e compra do bem. É opção o direito/faculdade que o vendedor dá ao interessado e que lhe garante prazo para decidir se quer ou não haver o bem.

Na maioria desses casos não há qualquer pagamento, pelo interessado ao eventual alienante, para que fique reservado a ele, adquirente, o bem. O que importa salientar é que não há, do ponto de vista da estrutura do negócio, qualquer diferença entre essa opção individuada e as negociadas, de forma massiva, nas bolsas de valores e de futuros. Daí, porque, a resposta à questão da natureza jurídica das opções negociadas em bolsa serve igualmente para as demais hipóteses de negócios de opção.

Descreve-se novamente o negócio de opção realizado em bolsa: "A" dá a "B" prazo para que "B" manifeste sua aceitação a uma oferta que lhe faz para comprar/vender ativos financeiros a preço determinado dentro de um prazo fixado pela bolsa. Ou, de forma semelhante em seus efeitos, "A" obtém de "B" tempo para fazer uma oferta de compra de um ativo financeiro ou outra commodity deste. Trata-se de contrato, algum tipo de convenção ou declaração unilateral vinculativa?

III — Parte-se da noção de contrato que está no artigo 1.321 do Código Civil italiano

"Il contratto è l'accordo di due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale", desenho que tem sido aceito na doutrina pátria, e aparentemente conclui-se que as opções negociadas em bolsas de valores ou

de futuros podem ser definidas como contratos.

A doutrina que estuda o direito dos contratos parte do seu substrato ou da realidade econômico-social, ⁴ pois que a operação econômica visada pelas partes é o que interessa nesta fase. Uma outra forma de analisar o acordo entre partes como contrato está baseado no sentido técnico-jurídico da palavra. Nessa acepção trata-se da formalização do negócio estipulado, da regulação jurídica desse negócio, dos efeitos que produzirá, das sanções por descumprimento ou cumprimento defeituoso, que transparece no direito dos contratos.

Idéia subjacente no direito dos contratos é que haja circulação da riqueza ou utilidades entre diferentes sujeitos, que o interesse do credor seja suscetível de valoração econômica. Em outras palavras, que o fazer, não fazer ou dar do devedor seja passível de avaliação, segundo valores de mercado.⁵

Claro que pode haver circulação de riqueza de forma não contratual, como no caso das sucessões, da tributação, por exemplo, mas essas modalidades também estão fora deste estudo.

A função do contrato nas sociedades de economia com algum desenvolvimento é basilar para as relações entre os operadores econômicos. A verdade é que as grandes codificações do século passado — Código Napoleão e BGB alemão — partem da idéia de contrato como veste jurídica de operações econômicas praticadas entre sujeitos em igualdade de posição e, portanto,

^{4.} Roppo Enzo — Il contratto, Società Editirice Il Mulino, Bologna, 1977: "Ecco dunque che per conoscere davvero il concetto di cui si occupiamo appare necessario prendere in attenta considerazione la realtà economico-sociale che lo sostanzia, e di cui esso rappresenta la traduzione cientifico-giuridica: tutte quelle situazioni, quei rapporti, quegli interessi reali que vengano in gioco là dove si parla di "contrato" (il quale, a questa stregua, ci appare non più identificabile con un concetto puramente ed esclusivamente giuridico), p. 9.

^{5.} Roppo, ob. cit., pp. 14 e 15.

de manifestações volitivas livres e soberanas.

Estrutralmente o contrato é resultado de duas manifestações — oferta e aceitação — que declaram submeter-se a determinado regulamento os interesses recíprocos; direitos, deveres e obrigações recaem sobre as duas partes (nos contratos bilaterais). Outras vezes não há oferta e aceitação e o regramento se torna juridicamente vinculante para apenas uma das partes, que se obriga por via unilateral. Exemplos são a promessa de recompensa e a remissão de dívida.

A distinção entre contrato e ato unilateral é que ninguém seja obrigado ou privado de direito, ou seja, que ninguém fique submetido a sacrifício econômico por força da vontade de terceiro. Para que se diga que há contrato é necessário que todos os interessados além das vantagens fiquem sujeitos aos sacrifícios ou ao menos aos riscos econômicos.

Roppo lembra o caso do empresário que promete a alguém que lhe pagará comissões por eventuais negócios que essa pessoa concluir em benefício do promitente, mas, se houver recusa não há contrato, nem mesmo há obrigação ou dever da pessoa de buscar concluir qualquer negócio em benefício do promitente. E conclui dizendo que as operações que produzam sacrifícios para apenas uma das partes não exigem aceitação e se essa operação é contrato ou ato unilateral.8

Admitir que o silêncio constitui aceitação tácita é operar sobre ficção e melhor seria admitir-se um contrato sem aceitação. Esse argumento desenvolvido por Roppo serve para as hipóteses de remissão de dívida, de promessa de recompensa, de oferta de comissões, mas cabe sem ressalvas

Que pode haver produção de efeitos jurídicos patrimoniais com os negócios de opções é inegável pois a opção garante o poder de comprar ou vender o bem. mas. garante, igualmente, o poder de nada fazer, isto é, não comprar ou vender. E, nesse caso, quais os efeitos patrimoniais e, mais ainda, qual o risco ou sacrifício econômico para o titular da opção na última hipótese, nada fazer? Como é que se explicaria, segundo os ensinamentos acima expostos, o fato de o titular da opção nada fazer? Não se trata de promessa de recompensa e, mais do que isso, no caso das opcões negociadas em bolsa, o titular paga o prêmio ao lançador para poder, em data futura, decidir se quer ou não exercer o direito que a opção garante.

Sem dúvida, em alguns ordenamentos, como o anglo-norte-americano, as opções são definidas como contratos. Pode-se dizer o mesmo, com tranquilidade em face dos direitos de base romano-germânica?

O confronto entre os ordenamentos norte-americano, de common law e os italiano, brasileiro e alemão, de direito codificado, é decisivo no deslinde da questão de vez que estruturalmente o negócio segue um mesmo modelo estrutural.

O direito pátrio não se ocupou em definir contrato, sendo a doutrina mais ou menos uniforme em tomar a idéia de acordo como fulcro da descrição da figura contrato, enquanto alguns doutrinadores baseados no artigo 1.321 do codice civile acrescentam a exigência do conteúdo patrimonial para sua caracterização.

Que nas opções há conteúdo patrimonial é indiscutível. Tanto há pagamento do prêmio ao lançador (ofertante), quanto há valor atribuível ao próprio direito de manifestar-se pelo exercício da opção ou não. Finalmente, se o "aceitante" exercer o direito que lhe fora proposto pelo lançador

no caso das opções? Diante dessas ponderações pergunta-se, podem as opções ser contratos, ainda que atípicos, ou dos que dispensem a aceitação?

^{6.} Ropo, ob. cit.: "nessuno può essere esposto a sacrifi economici — per effetto di volontà altrui ma solo per effetto della propria volontà", p. 68.

^{7.} Roppo, ob. cit., p. 69.

^{8.} Roppo, ob. cit., p. 70.

haverá pagamento do preço e transferência de propriedade ou titularidade de valores mobiliários ou *commodities* conforme sejam opções negociadas em bolsas de valores ou de futuros, numa operação de compra e venda. Qual o "acordo" entre lançador e eventual exercente do direito? Acordo sobre o quê?

O acordo se dá sobre futura e eventual compra e venda ou sobre uma futura e eventual permuta no caso das swaptions. Acentua-se a palavra eventual deliberadamente. Isto porque cabe a uma das partes dizer se quer ou não celebrar a compra e venda ou a permuta tal como previsto na opção — ou seja, se preço e prazo convêm.

A idéia de eventual decisão do titular da opção parece torná-la similar à promessa unilateral mais do que a qualquer modelo contratual. Trata-se então de saber se pode ser qualificada como promessa unilateral ou oferta ao público, ou, ainda, convite à oferta.

Antes de aceitar ou negar a existência do contrato de opção, como dizem os norte-americanos, importa distinguir os contratos entre os de execução instantânea, de execução diferida e os de execução continuada. Como a opção é, por definição, negócio para execução futura pelo que afastam-se tanto os contratos de execução instantânea quanto os de execução continuada que não satisfazem às características do instituto. Restam então os contratos de execução diferida, os contratos a termo, no jargão bursátil, a serem analisados.

Contrato de execução diferida é o negócio perfeito e acabado após as declarações do ofertante e aceitante, cujo cumprimento (execução) se protrai no tempo. Assim a compra e venda para entrega futura, modalidade de compra e venda sobejamente estudada pelos juristas. Bastaria reler os artigos dos Códigos Civil e Comercial para se assegurar que a compra e venda é contrato puramente consensual, perfeito e acabado com o acordo sobre a coisa e o preço. A entrega da coisa e pagamento do preço ficam fora dessa fase negocial representando nada mais do que o cumprimento do acordo, a execução do ajustado.

As partes não têm a faculdade de se arrependerem, unilateralmente, do negócio pactuado sem que haja novo consenso em sentido inverso. O descumprimento do contrato por qualquer das partes dá direito a exigir sua observância acrescida de perdas e danos.

Mas não é isso o que se verifica no caso das opções, pois o comportamento ajustado é alternativo, é fazer ou não fazer, dar ou não dar. Alerta-se para que não se confunda tal comportamento com obrigação alternativa. Naquele o que se verifica é a possibilidade de cumprir ou não um contrato; nesta há dois objetos aptos a satisfazer a obrigação contratual, ou seja, aqui o contrato é cumprido prestando-se uma ou outra coisa, lá o cumprimento do contrato é que é alternativo.

Não se encontra, no direito positivo pátrio, solução clara para o problema da natureza jurídica das opções, especialmente aquelas isoladas, não inclusas em contratos outros, como é também o caso dos bônus de subscrição previstos na Lei n. 6.404/76. A busca de resposta leva ao direito estrangeiro, sendo o italiano o primeiro a se explorar.

IV - No direito italiano

As opções apareciam já na vigência do antigo código comercial de 1865 que, segundo os autores, lhe dava sentido mais restrito e preciso do que o atual código civil de 1942, indicando a "faculdade de que gozava uma pessoa, por período restrito, de obter determinada prestação que outro sujeito não podia revogar". Falava-se, naquela época, de opção de compra e opção de venda, exatamente os modelos de opções negociados nas bolsas de valores. Nesse período a condição potestativa evi-

denciada nas opções, e que se discutirá mais adiante, era fulcro de discussões doutrinárias, pois se admitia que o negócio, corrente na prática mercantil, exigia tutela adequada não podendo ser a ele aplicada a regra geral das condições puramente potestativas.

As propostas da doutrina na época para deslinde do problema da condição potestativa eram: a) contrato em processo de formação; b) pacto unilateral vinculante; e c) contrato preliminar unilateral. Não há acordo entre os estudiosos italianos no qualificar a opção como se vê.

Com a unificação do direito privado na Itália em 1942 introduz-se no ordenamento privado o artigo 1.331 cc. que usa expressamente a palavra *opção* e dispõe: "quando le parti convergono che una di esse rimanga vincolata alla propria dichiarazione e l'altra abbia facoltà di accetarla o meno, la dichiarazione, della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsto dall'art. 1.329". O legislador trata a opção como ajuste entre as partes, o que dá ensejo a que se estude as opções como se fossem contratos, sem, porém, se definilas como contratos.

Aliás, os autores peninsulares vêem nessa regra três hipóteses: a) como a "convenção" segundo a qual uma das partes fica vinculada à própria declaração e a outra tem a faculdade de aceitá-la ou não; b) como o direito do adquirente de títulos de crédito vendidos a termo; e c) como o direito de opção (preferência ou prelação) que cabe aos acionistas na emissão de novas ações (ou debêntures conversíveis). O art. 1.329 cc. prevê, por sua vez, que o proponente se obriga a manter a proposta por certo tempo, ficando sem efeito qualquer tentativa de revogação.

Tipificada pelo art. 1.331 cc. como pacto, pode a opção aparecer em documento separado ou como cláusula inserta em algum outro contrato. Diferentemente da proposta que deve ser aceita pela outra parte para que haja contrato, a irrevogabilidade

pode ser vista seja como pacto que gera obrigação unilateral seja como contrato inserido em outro contrato.

Se a opção é contrato, diz-se, sua formação segue as regras usuais de formação dos contratos entre as quais a possibilidade de imposição da irrevogabilidade e como contraprestação o pagamento de um prêmio (preço), o que não seria de admitir nos negócios unilaterais.

Mas, mesmo que haja concordância entre doutrinadores quanto a ser o pacto de opção negócio do gênero contrato, discordam quanto à espécie de contrato que possa ser. Alguns afirmam não a opção ser negócio autônomo, mas cláusula em contrato em formação com a qual se insere uma condição que permite a aceitação ou não da proposta. Outra corrente vê a opcão como negócio autônomo que se assemelha ao contrato preliminar unilateral. A terceira corrente considera a opcão como fattispecie complexa em que ao lado da proposta e aceitação que formariam o contrato definitivo haveria um acordo acessório cujo escopo seria tornar irrevogável a proposta. Falou-se de a) proposta irrevogável e contrato preliminar; b) contrato unilateral acessório para tornar irrevogável a proposta; c) modelo complexo que cumula uma proposta contratual visando a contrato definitivo e pacto ou contrato acessório que visa a tornar irrevogável a proposta; d) contrato preparatório inserto na formação do contrato definitivo ou principal e que contém a renúncia bilateralmente ajustada, à faculdade de revogação pelo proponente.

A irrevogabilidade da proposta constitui exceção que exige que haja qualquer outra coisa no procedimento de formação pré-contratual ainda que a irretratabilidade seja por prazo determinado. Para que uma proposta seja considerada irrevogável em virtude da vontade das partes, seja pela concordância de ambos os "contratantes" seja por manifestação unilateral do proponente, o que gera a convenção.

Para Tamburino9 a fattispecie do art. 1.331 cc. só pode ser analisada como um contrato em formação no qual se insere uma convenção autônoma destinada a tornar irrevogável a proposta. A seguir explica que essa convenção se aproxima do contrato preliminar unilateral, o que equivale a dizer que as partes deverão celebrar outro contrato. Mas, no caso, como se trata de contrato preliminar unilateral, cabe a uma das partes apenas o poder de decidir se quer ou não celebrar o outro contrato (principal). Com a opção o destinatário da proposta (oblato) não tem a obrigação de compelir o proponente a celebrar dar seu consentimento para a formação do contrato pois que o consentimento já fora dado anteriormente.

Afirma o jurista italiano que as hipóteses dos artigos 1.329 e 1.331 do cc. italiano implicam renúncia à faculdade de revogar a proposta, renúncia a que o ordenamento dá eficácia vinculante. Diz que se a renúncia é unilateral está-se diante da proposta irrevogável, se bilateral, tem-se, ao invés, a opção.

Conclui com a afirmação de que a opção é contrato autônomo, e típico, com requisitos e elementos próprios, com objeto próprio que é a renúncia à revogabilidade em relação a determinado contrato em curso de formação e com causa própria e típica dada pela imutabilidade da proposta contratual por vontade de ambas as partes. O vínculo definitivo se segue à opção com a simples aceitação do oblato comunicada ao ofertante. Objeto desse contrato de opção é a irrevogabilidade da proposta. O ofertado tem posição subjetiva autônoma de livremente determinar, em sua esfera jurídica. em face do outro sujeito que se obriga a respeitar aquela determinação.

Sem dúvida a construção proposta é criativa. De um lado oferta vinculante, de outro opção tendo como objeto a irrevogabilidade de proposta e, ao mesmo tempo, a

dupla renúncia. Mas, se a oferta vinculante obriga, e se é irrevogável a partir do momento em que alcança o oblato, o destinatário, ou, se dirigida a pessoa indeterminada, a quem a aceite, como é que se distingue, finalmente, a oferta irrevogável da opção? E se a opção é apenas o negócio que torna imutável a proposta, será que é negócio autônomo?

Insisto, o que pretendo analisar e discutir no presente são as opções sobre valores mobiliários, commodities e ativos financeiros, que, nas escolas de administração de empresas e nos cursos de finanças, são uma das pedras de toque na discussão dos derivativos financeiros. Opções para comprar ou vender valores mobiliários, commodities, ou mesmo índices, taxas de juros e contratos futuros dá ao operador o direito de escolher (optar), em função do preço de exercício ajustado em comparação com o preço do bem no momento de exercício da opção sobre comprar/vender ou não o bem subjacente. Dessa forma, uma opção pode custar menos, na tentativa de garantir o preço de um bem, do que qualquer outra forma de operação negocial sobre aquele bem, especialmente aqueles que tornarão o negócio irreversível para o aceitante que se verá obrigado a pagar o preço ou ainda a perdas e danos.

Dizem os estudiosos de finanças que os contratos de opções existem porque oferecem escolha única de relação risco/retorno para especuladores e hedgers. Logo têm função econômica basilar em períodos de instabilidade ou volatilidade de preços que interessa aos hedgers transferir. Para os especuladores representa a possibilidade de auferir ganhos com pequeno volume de recursos dispendidos.

Algumas pessoas entendem que se trataria de um pré-contrato ou contrato preliminar, que tem por conteúdo uma obrigação de contratar, isto é, uma obrigação de fazer. Mas, essa doutrina não se coaduna com o comportamento possível nas opções que fica sujeito à vontade do titular da opção de fazer ou não fazer. Essa subordi-

^{9.} Giuseppe Tamburino, in "Patto di Opzione", in *Novissimo Digesto Italiano*, Unione Tipografico, Editrice Torinense, vol. XII, pp. 721 e ss.

nação é proibida, tornando nulo o contrato que a estipula já que há ao mesmo tempo a obrigação de contratar e a de não contratar. Explica-se que "a promessa unilateral de contrato chama-se, impropriamente, opção. 11

A doutrina brasileira chega a confundir promessa unilateral com pré-contrato mas não resolve a questão da condição potestativa que caracteriza as opções.

V - No direito norte-americano

Os autores tratam as opções como contratos com a seguinte formulação genérica: se A oferece vender a B um lote de terreno por preco determinado, pode ser que B necessite de tempo para decidir se aceita ou não a oferta. A fim de não perder a oportunidade B pode oferecer a A pagar-lhe pequeno valor em dinheiro em troca da promessa de A de não revogar a oferta durante dado prazo. Se A aceitar a oferta de B forma-se um contrato de opção. Ou seja, o fato de A conceder a B tempo para decidir em troca de uma consideration, sendo a decisão a ser tomada, comprar ou não o lote de terreno pelo preço pedido, objeto desse contrato de opção.

Assemelha-se ao nosso contrato preliminar que tem por fim estabelecer as regras para um outro contrato a ser celebrado futuramente, mas com cláusula de arrependimento. Nesse caso A nada pagaria a B a título de perdas e danos uma vez que exercesse seu direito de arrependimento dentro do período estipulado. Porém não há, na opção, aceitação sujeita a arrependimento posterior. Não há nem mesmo aceitação.

As regras usuais sobre contrato se aplicam a esse contrato preliminar, pois há oferta e aceitação entre as partes formando-se contrato bilateral. Também se o negócio fosse descrito da seguinte forma: A diz a B que, em troca de um valor qualquer se obriga a manter, por período de tempo determinado, direito de que B venha a adquirir um lote de terreno por preço também determinado, teríamos, igualmente, um contrato bilateral, sujeito a condição, e os efeitos práticos das duas declarações seriam iguais.

A dificuldade com essas formulações está na condição que pende sobre o cumprimento ou não da obrigação de contratar futuramente. Pode ser objeto de um contrato uma obrigação sujeita a condição? Veja-se a hipótese dos contratos de leasing. Usualmente tais contratos chamados "locação financeira" pelos italianos, prevêm uma de três opções: a compra do bem objeto da "locação" por valor residual; a renovação do leasing por outro período; e, finalmente, a celebração de novo contrato de leasing de outro bem. Nesses casos as alternativas são subsequentes a um negócio em curso e o usuário (locatário) não tem o poder de deixar de cumprir a alternativa prevista sob pena de sofrer ônus tributários não desprezíveis.

Afastada essa modalidade de opção vinculada a outro contrato, poder-se-ia ver na opção preliminar uma oferta, que seria em princípio revogável e que se torna irrevogável por força do contrato de opção celebrado entre ofertante e aceitante? Passa-se, então, ao campo da formação do contrato, ao plano da oferta e aceitação. E. se é assim, o que distingue uma oferta irrevogável da oferta firme? Uma oferta firme se caracteriza pela declaração da parte de torná-la obrigatória pelo prazo definido, ou seja, deixar patente a intenção de manter a oferta pelo prazo previsto; não revogar a oferta por aquele prazo é o resultado.

Segundo a doutrina anglo-norte-americana uma oferta se torna irrevogável se houver aceitação de uma consideration pelo ofertante em troca de manter a oferta em vigor. No direito brasileiro ter-se-á uma

Gomes, Orlando, Contratos, 16^a edição, atualização e notas de Humberto Theodoro Júnior, Forense, pp. 136 e ss.

^{11.} Gomes, ob cit., p. 138.

oferta irrevogável quando se fixar prazo para que seja aceita pelo oblato, mesmo que não haja qualquer pagamento ao policitante. Mas, uma tal oferta deve ser aceita ou recusada dentro no prazo previsto.

Será que é assim que se opera no mercado de opções? Na sua forma atual o mercado de opções aparece em 1973 na Bolsa de Opções de Chicago (Chicago Board Options Exchange-CBOE) sendo que antes dessa data eram negociadas no mercado de balcão, por obra dos operadores de opções. A Bolsa padronizou algumas características das opções como data de vencimento, preço de exercício, dando-lhes fungibilidade, o que facilita a troca (torna os negócios fungíveis ou interchangeable), aumenta a liquidez, e permite o controle da prática de abusos pelos operadores, evitando manipulações de preços.

Definido e disciplinado o mercado de opções em Chicago em 1973, em que eram negociadas 16 ações, entre 1975 e 1976 surgem as bolsas Americana, de Filadélfia e do Pacífico e finalmente a de New York. numa demonstração da importância do negócio. De ações passa-se a negociar opções sobre índice de ações negociadas em bolsas em 1983, seguindo-se a elas as opções sobre moeda estrangeira e sobre contratos a futuro ou futuros, as denominadas swaptions. Com essa gama de possibilidades a divulgação e introdução dos negócios de opção em outros locais foi mera questão de tempo. Há hoje intensa negociação de opções tanto nas bolsas de valores quanto nas de mercadorias e futuros brasileiras.

As opções se dividem em dois tipos básicos: as de compra e as de venda. Pela primeira o comprador tem o direito de, durante certo prazo, comprar o bem subjacente a preço fixado. Na opção de venda o comprador tem o direito de vender o bem subjacente pelo prazo ajustado e ao preço fixado. Ressalta-se que nas duas modalidades o comprador das opções tem o direito, não porém a obrigação de comprar ou de vender o bem subjacente. Essa diferença em relação à aceitação de uma oferta é vital

para a boa compreensão das opções. A oferta pode ser aceita ou recusada. Aceita, o contrato se forma nos termos da proposta (oferta); recusada, não há formação de qualquer contrato e se houver interesse no negócio é preciso recomeçar o procedimento.

Nas opções aceita a proposta fica ela sujeita ao interesse do *comprador* obrigando-se o lançador (vendedor/policitante) a aguardar manifestação daquele quanto à celebração ou não do contrato que será de venda e compra ou de permuta.

O preço fixado para a compra/venda do bem subjacente à opção é denominado preço de exercício ou strike price. O prazo de validade da "oferta" é o lapso temporal em que a opção existe. Decorrido o prazo a opção desaparece, como qualquer oferta não aceita.

Quanto a prazo de exercício das opções a prática criou duas modalidades. As opções do tipo americano podem ser exercidas a qualquer momento dentro do prazo concedido, as européias apenas no termo final. No Brasil as opções de venda são do tipo europeu, as de compra do tipo americano.

Como as opções têm valor econômico, pois contêm o direito de comprar/vender/permutar um certo ativo, podem ser precificadas pelos interessados e, na medida em que são fungíveis por força da padronização determinada pelas bolsas, seu preço independe de muitos fatores como prazo para expiração do direito, valor do ativo objeto, entre outros.

Essas questões que se prendem ao estudo de finanças são aqui apenas afloradas a fim de que se busque, em outra área do conhecimento, fundamentos para a discussão das opções.

Mas, constatado que nas bolsas os negócios de opção são cópia da estrutura negocial das opções tal como negociadas nas bolsas norte-americanas, os operadores econômicos, sem nenhum interesse conceitual, acreditam que a simples tradução das denominações dos eventos ali empregadas resolve todas as questões jurídicas decorrentes do negócio de opção, o que efetivamente não corresponde à realidade.

Segundo a doutrina norte-americana um contrato de opção se compõe de dois elementos: 1) o contrato subjacente que não é obrigatório até que seja aceito; e 2) o acordo de manter a oferta irrevogável em benefício do oblato (ofertado), dando-lhe a oportunidade de aceitá-la. ¹² Assim, o contrato de opção tem a função de tornar uma oferta, que se refere à existência futura do contrato subjacente, irrevogável pelo período nela mencionado ou ajustado.

Observa-se que há na estrutura do negócio de opção a criação do poder de que alguém, por declaração unilateral, interfira na esfera jurídica de outrem que, também, por declaração unilateral, se obriga a manter determinado comportamento futuro, sujeitando-se à manifestação daquela pessoa que é titular do direito de opção.

Haveria um contrato inicial tendo por objeto futura contratação, contratação essa que depende da vontade de um só dos contratantes que pode, ou não, decidir pela realização do contrato previsto, o que, como já se viu anteriormente resulta em nulidade do contrato.

Parece-me essa a grande questão jurídica da qualificação das opções. Ainda que se admitisse que essa tal contratação futura estivesse sujeita a condição suspensiva, como é que se explica que se a parte não quiser concluir o contrato previsto na opção não há penalidade de qualquer tipo? Creio que se tratará de condição potestati-

12. Murray, John Edward, Jr. Murray on Contracts, third edition. "An option contract ... limits the promisor's power to revoke an offer. Presumably, this language is designed to ascertain that while the power of acceptance cannot be terminated through the offeror's revocation, it can be terminated in any way in which any contractual duty can be terminated. However, commet to this section suggests that. A revocation by the offeror is not of itself effective, and the offer is properly referred to as an irrevocable offer."

va e não suspensiva. Ora, as condições potestativas, porque deixam um dos contraentes sob o poder arbitrário do outro são nulas, ineficazes, não escritas ou não ajustadas.

Assim, diante das peculiaridades do ordenamento pátrio, não há como aceitar a doutrina norte-americana que qualifica a opção como contrato. Se não pode ser contrato por sujeita uma das vontades a condição puramente potestativa, como tratar as opções?

Observa-se que a tendência a contratualizar os negócios é mais acentuada no direito norte-americano do que no direito brasileiro. A própria idéia de consideration como contrapartida de uma oferta para qualificar o negócio contrato permite uma lassitude maior na qualificação dos negócios jurídicos.

VI — Na doutrina dos direitos de base romano-germânica

A discussão da formação dos contratos passa pela análise da oferta e aceitação e, especialmente, à indagação quanto à possibilidade de um contrato tornar irrevogável uma oferta para ajustar outro contrato. Já se demonstrou que as opções têm como objeto uma compra e venda (ou permuta) a ser, ou não, realizada em data futura. Logo, o contrato subjacente seria uma compra e venda (ou permuta), cuja oferta seria irrevogável - comprar ou vender um certo bem (permutar dois bens). Ora, se a questão ficar limitada a oferta irrevogável, já que a aceitação depende sempre da vontade do oblato, o problema poderia ser resolvido no plano do procedimento de aceitação ou da formação do contrato.

Oferta ou policitação é declaração unilateral de vontade pela qual a pessoa manifesta sua intenção de contratar e em que condições deseja fazê-lo. Aceita a oferta pelo destinatário está formado o contrato. Para que a oferta seja vinculante é necessá-

rio que seja precisa, firme e inequívoca, exprimindo real intenção de contratar. Qualquer outra modalidade de declaração poderia ser, quando muito, convite a oferta. Uma oferta deve conter todos os elementos essenciais para a formação do contrato proposto. Na compra e venda a oferta deve explicitar o bem, o preço e a forma de pagamento, elementos essenciais do modelo contratual final.

Se a oferta apresentar ressalvas ou reservas elas devem ser claras e expressas. Por exemplo, o comerciante que oferece produtos a preços convidativos deve informar a quantidade disponível dos bens ofertados, por exemplo, para que não se veja compelido a receber mais aceitações do que a quantidade de produtos de que dispõe. Finalmente, a oferta deve ser inequívoca, não pode permitir que o oblato deva escolher entre alternativas. Não se considera oferta inequívoca aquela que impõe ao oblato escolher entre duas declarações de conteúdo distinto. Esses elementos são encontrados nas opções.

Feita a oferta, se ela não for aceita como formulada, pode abrir-se uma fase de negociação com contra-oferta ou contra-proposta, pondo-se a questão de saber qual a oferta que efetivamente vincula. Mas pode ocorrer, igualmente, que não se forme o contrato porque policitante e oblato não chegam ao acordo. Numa negociação surge a dificuldade de saber qual o oferta (ou contraproposta) que é a finalmente aceita. A solução doutrinária é de que a oferta que forma o contrato é a que é objeto de uma aceitação pura e simples. ¹³ Isto não ocorre nas opções. O resultado final de opção é compra/vende/permuta ou não.

O principal efeito da oferta é permitir a formação do contrato mediante sua aceitação pelo destinatário ou por qualquer pessoa se endereçada a pessoa indeterminada. Diz Ghestin que o autor da oferta confere

13. Ghestin, Jacques, Traité de Droit Civil — Les obligations — Le Contrat: Formation, 2ª édition, LGDJ, 1988, p. 224. ao destinário o poder de fazer nascer o contrato, e que os efeitos ou o valor da oferta são os de definir a extensão do poder de aceitação por ela criado. ¹⁴ Em outras palavras, a oferta define o negócio proposto, define o tipo de contrato a ser celebrado.

Se a oferta deve ser irrevogável ao menos durante certo período, segue-se a questão da conciliação dos interesses do policitante e do oblato. Não seria justo que uma das partes — o ofertante — ficasse obrigado enquanto que o oblato auferisse vantagens decorrentes de modificações econômicas durante algum lapso temporal. Mas, a força obrigatória da oferta, bem assim o poder de revogá-la não são absolutos. Não se imagine que alguém fique indefinidamente vinculado a sua oferta. Mas. prossegue o doutrinador francês, a manutenção de uma oferta pode resultar em précontrato desde que, expressa ou tacitamente, sua existência seja indiscutível.

Havendo oferta com prazo considerase que tenha sido concluído um pré-contrato em virtude do qual a oferta será mantida
durante o prazo previsto. Admite-se, segundo Demolombe que o oblato terá aceito o
que lhe foi proposto, já que a proposta não
lhe causa prejuízo. Há aqui uma aceitação
fictícia de uma oferta. ¹⁵ Mas, em verdade,
tal como no direito norte-americano, o que
se faz é construir um modelo negocial que
implica a introdução de ficção jurídica para
chegar ao contrato. O que se percebe é que,
havendo prazo para a manifestação do
oblato, o policitante fica vinculado à sua
declaração.

Aparece aqui um dos problemas das opções, o do prazo em que a oferta é irrevogável. Essas mesmas objeções poderão ser aplicadas às ofertas irrevogáveis em geral. Se o prazo for muito longo, a doutrina e jurisprudência norte-americanas entendem que a consideration deve ser de valor compatível com o período para exercê-la.

^{14.} Ob. cit., p. 226.

^{15.} Ghestin, ob. cit., pp. 229 e 230.

Há de haver congruência entre o valor oferecido/pago ao ofertante e o período para exercer a opção. Aliás, diz-se que uma consideration de pequeno valor nada mais é do que uma ficção e só serve para suportar a opção por curto lapso temporal. Não há sentido econômico em impedir-se alguém de dispor de seus bens indeterminadamente, pois isto afetaria a esfera dos direitos disponíveis que se tornariam indisponíveis.

Uma oferta irrevogável de forma absoluta se aproximará do negócio jurídico unilateral. Pontes de Miranda define negócios jurídico unilateral como: "aquele em que a manifestação de vontade de alguém entra no mundo jurídico e se faz negócio jurídico sem que precise ou venha a precisar de qualquer manifestação de vontade de outrem para o completar". 16 Igualmente Ghestin aproxima a oferta irrevogável durante o prazo fixado a uma declaração unilateral, o que pressupõe o reconhecimento da força vinculante, obrigatória, das declarações unilaterais tal como em relação às ofertas. Sem dúvida, a dificuldade maior do estudioso decorre da proximidade de efeitos entre as duas figuras: oferta e declaracão unilateral. Oferta de contratar é direito potestativo constitutivo, pois contém a potestà de adquirir direito de propriedade ou outro direito subjetivo. 17

"Promessa unilateral é a promessa que somente faz uma pessoa, ou duas ou mais pessoas, a outrem, sem que a outra prometa ou contrapreste. As promessas unilaterais são eficazes desde que se enquadrem nos princípios gerais do direito das obrigações." 18

Discutindo as declarações unilaterais explica o jurista brasileiro que tais negócios têm origem no primitivo direito germânico,

16. Tratado de Direito Privado — Parte Especial, Tomo XXXI, p. 5.

17. Messina, Giuseppe, in *Novissimo Digesto Italiano*, UTET, verbete "Diritti Potestativi", pp. 737 e ss.

18. Pontes de Miranda, ob. cit., p. 14.

sendo desconhecido do direito romano e naqueles ordenamentos de base contratualista como o norte-americano.

Quando trata da tipicidade dos negócios jurídicos unilaterais Pontes de Miranda diz que nesse campo as manifestações da autonomia privada são mais restritas do que as que se admite no campo contratual, e que essas restrições se prendem a interesse público, mas não afirma que tais negócios obedeçam a tipicidade fechada.

O promitente vincula a si nos negócios jurídicos unilaterais, não vincula a pessoa a quem se dirige. E, por isso, por se vincular isoladamente, é que permite a invasão de sua esfera jurídica por outrem. Essa invasão é que faz com que as pessoas hostis a tal possibilidade esqueçam ou pretendam ignorar essa modalidade negocial.

Dentre os inúmeros tipos de negócios jurídicos unilaterais que enumera, Pontes de Miranda se refere a outorga de poder e a promessas unilaterais, inclusive em títulos ao portador ou endossáveis. ¹⁹ (itálicos meus). Será possível compatibilizar opção com um dos dois tipos de negócios jurídicos unilaterais? Creio que sim, tal como se pode admiti-las como ofertas irrevogáveis pelo prazo fixado na própria oferta.

A outorga de poder pode dar-se por lei negocialmente ou por decisão judicial. O poder pode ser prestação ou contraprestação, mas em nenhuma circunstância torna o negócio bilateral, afirma Pontes de Miranda. Ora, numa opção é possível ver a outorga de um poder, por força do negócio. O poder seria o de interferir na esfera jurídica do outorgante por declaração unilateral do outorgado. Esse poder se aproxima dos direitos potestativos, constituindo uma declaração receptícia quando exercido. Produz efeitos assim que chegue ao conhecimento do ofertante/outorgante.

Pode-se imaginar que a reação contrária às promessas unilaterais — e a opção é uma forma de promessa unilateral —, re-

^{19.} Ob. cit., pp. 8 e 9.

sulta do fato de serem abstratas. Não se confunde com a oferta, embora seja parecida aos olhos do leigo, pois a oferta visa à formação do contrato, a promessa unilateral não tem esse escopo, mas funda-se apenas no querer irrevogável.

Como tratar uma tal declaração unilateral que outorga poder? Diz, ainda, Pontes de Miranda que os efeitos desses negócios são iguais aos dos bilaterais, apenas que são contra o figurante único. Acrescenta que é preciso verificar a quem se dirige a declaração, se ao público, a uma ou algumas pessoas determinadas.

Novamente se busca na lei italiana subsídios para tais declarações unilaterais. Aquele legislador ao dispor sobre o acordo entre as partes diz que: "Quando le parti convengono che una di essa rimanga vincolata alla propria declarazione e l'altra abbia facoltà di accettarla o meno, la dichiarazione della prima si considera quale proposta irrevocabile per gli effetti previsti dall'articolo 1.329". Complementa-se a idéia com a transcrição do texto mencionado, que é: "Se il proponente si è obbligato a mantenere ferma la proposta per un certo tempo, la revoca è senza effetto".

Assim, dos textos doutrinários e da leitura dos artigos do código civil italiano acima repetidos, concluir-se-á que as opções são declarações unilaterais vinculativas e irrevogáveis. Sejam elas do tipo outorga de poder ou promessas unilaterais, o fato é que a idéia de contrato, salvo a ficção jurídica de aceitação, sujeita ainda a uma condição puramente potestativa, não pode ser admitida no país.

De outro lado, pode-se igualmente inferir que o destinatário da declaração, seja ele quem for, fica com o poder de, por declaração sua, transformar o negócio jurídico unilateral em negócio jurídico bilateral — contrato de venda e compra ou permuta, exercendo direito formativo gerador, pois a oferta apenas inicia o negócio jurídico bilateral, que não é a opção, mas o contrato "subjacente", como já se demonstrou.

Quem promete deve cumprir o prometido. Se prometo vender (ou comprar) fico vinculado à minha declaração, sem que alguém, desde logo, a aceite. O vínculo jurídico existe ainda que o destinatário da declaração seja desconhecido, pois a pretensão ao cumprimento da promessa só existirá quando alguém aparecer e disser que tem interesse na manutenção do vínculo pelo prazo proposto para que tenha tempo de se decidir.

O direito brasileiro trata das promessas unilaterais nos artigos 1.512 a 1.517 do Código Civil nas promessas de recompensa. Mas outras formas de promessa podem existir. No caso das opções que aqui se discutem, a promessa é de vender ou comprar ou permutar. Não parece admissível que as regras deduzidas para a promessa de recompensa sejam aplicadas às opções em face da diversidade das funções dos negócios. Promessa de recompensa é forma de remunerar, premiar ou gratificar alguém; opção é promessa unilateral de contratar se alguém quiser.

Quanto ao prêmio pago pelo aceitante da declaração unilateral ao policitante, serve de compensação financeira por tornar, provisoriamente e pelo prazo de existência da opção, indisponível um direito que seria disponível.

É a contrapartida que se dá, oferece ao declarante por estar impedido de dispor do seu interesse antes do decurso do prazo ou de manifestação do destinatário ou de quem seja titular da opção.

A declaração do titular da opção ao exercê-la tem caráter receptício, transformando o negócio jurídico unilateral em bilateral, agora com a denominação compra e venda ou permuta.

O que distingue a opção de declaração unilateral de uma das partes, da oferta pura e simples quando o ofertante se compromete a manter a oferta aberta por algum tempo?

As ofertas, bem assim as aceitações, parecem constituir promessas unilaterais (e

assim são encaradas no direito norte-americano) que ao se harmonizarem dão origem aos contratos. Mas, no caso da pura promessa unilateral como as opções, o que se oferece ao público é um poder ou direito potestativo aquisitivo. Ademais, as ofertas são, via de regra, endereçadas a pessoa(s) determinada(s), enquanto que as opções são endereçadas a pessoa indeterminada, como regra geral. Especialmente as negociadas em bolsa, que são fungíveis e podem ser transferidas pelo titular a qualquer tempo antes do termo.

Portanto, é preciso saber qual a intenção do declarante. Fazer oferta para celebrar um contrato ou fazer promessa de contratar se houver interessado(s). Daí porque as opções são vistas como direitos potestativos, pois conferem ao titular poder resultante do negócio jurídico unilateral que exerce se e quando quer, no termo ou enquanto a opção não expirar.

VII — Direito alemão

Importante, por fim, é verificar como é que se discute a natureza jurídica do negócio de opção no direito alemão. Segundo Martin André: 20 "Der Optionsschein verbrieft das Recht, während einer bestimmten Frist in einem bestimmten Verhältnis Aktien einer bestimmten Gesellschaft oder andere Objekte zu einem bestimmten Basispreis erwerben zu können" (O título de opção garante o direito de, durante certo termo, poder celebrar relação sobre ações ou outros bens, a preço ajustado. Tradução livre).

O autor discute a natureza jurídica desse negócio como oferta firme que encontra substância no art. 147 do BGB, o

20. Die Verbindlichkeit von Optionsscheingeschäfte — Zugleich eine kritische Analyse der termingeschäftlichen Typenmerkmale auf der Grundlage des neuen Börsenrechts in Studien zum Bank-und Börsenrecht, n. 23-1991. Nomos Verlagsgesellschaft Baden-Baden. que implica vê-la como contrato. Mas, prossegue, pode-se, também, baseá-la no art. 158 do BGB que trata a opção como condição, de que surge o direito potestativo. Dispõe o art. 158 do BGB: "I Wird ein Rechtsgeschäft unter einer aufschiebenden Bedingung forgenommen, so tritt die von der Bedingung aghänging gemachte Wirkung mit dem Eintritte der Bedingung ein. II Wird ein Rechtsgeschäft unter einer auflösenden Bedingung vorgenommen, so endigt mit dem Eintritte der Bedingung die Wirkung des Rechtsgeschäfts; mit diesem Zeitpunkt tritt der frühere Rechtszustand wieder ein".

Após breve discussão desses artigos do BGB o autor passa pela idéia de contrato preliminar para dar força executiva às opções, para, afinal, concluir que a melhor teoria funda as opções no art. 305 do BGB, tomadas como direito formativo gerador próprio (eigenständiges Gestaltungsrecht) porque o direito se concretiza por meio de uma só declaração de vontade (Willenserklarung). Diz o BGB no art. 305: "Zur Begründung eines Schulverhältnisses durch Rechtsgeschäfte sowie zur Änderung des Inhlats eines Schuldverhältnisses is ein Vertrag zwischen den Beteiligten erforderlich, soweit nicht das Gesetz ein anderes vorschreibt" (Para criar uma relação obrigacional ou alterar seu conteúdo é necessário acordo entre as partes, salvo se houver previsão legal diversa. Tradução livre).

Ora, evidentemente que com base nesse dispositivo legal é fácil incluir as opções entre as declarações unilaterais vinculativas.

As obrigações criam dever (Pflicht) de comprar ou vender o bem objeto do futuro contrato para apenas uma das partes e, assim mesmo, só se a outra parte decidir exercer o direito de que é titular. Mas, sobre essa parte não recai nenhuma obrigação ou dever de receber ou entregar o bem, mesmo porque, sem sua manifestação o contrato de venda e compra não existe. Em outras palavras, a opção dá ao seu titular

o direito de comprar (call option) ou vender (put option).²¹

O titular da opção tem o direito mas não o dever de celebrar o contrato de compra e venda, em data futura, até o termo ou no termo, pelo preço já previamente fixado para o exercício da opção (strik price). Por sua vez, haja ou não exercício desse direito pelo titular da opção, o lançador tem direito ao prêmio. Essa a recompensa que se lhe garante por manter a posição de ofertante enquanto não se escoa o prazo para exercício da opção.

VIII — Conclusão

A verdade é que contratos futuros e opções são negócios que se desenvolvem para possibilitar a especulação e o hedge.²² Ainda que se baseiem em modelos tradicionais é preciso notar que em nenhum dos casos se impõe a conclusão de contratos para que os negócios sejam eficazes.

Afinal, o que se pode concluir é que há muitas e diferentes construções doutrinárias que tentam determinar a natureza jurídica das opções, especialmente as que

21. Dannhoff, Dr. Martin, in Das Recht der Warentermingeschäfte — Einte Untersucuchung zum deutschen, internationalen und U.S.— amerikanischen Recht, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden Baden, 1993.

22. Conceito de hedge: nas décadas de 70 e 80 a volatilidade de preços de quase todos os bens, da soja ao ouro, foi surpreendente. As extremas variações de juros e câmbio corroeram as bases de muitos negócios que eram, até então, sólidos. Adaptar-se aos novos tempos tornou-se imperioso. Minimizar os efeitos da extrema volatilidade dos preços levou à criação dos contratos futuros de instrumentos financeiros ao lado dos já tradicionais contratos de commodities. Assim, defender posições financeiras utilizando o mecanismo do hedge tornou mais visível o mercado de risco.

A idéia de hedge pode ser encarada como a busca de mecanismos para evitar ou reduzir a exposição ao risco no mercado à vista. Isso implica celebrar negócios visando a transferir risco, o que implica em alguém afastar ou minimizar o risco e alguém outro assumi-lo.

estão ligadas à idéia de contrato. Mas, toda a engenhosidade desenvolvida pelos doutrinadores para explicar o efeito econômico buscado com os negócios de opção, e que deve ser respeitado, está a demonstrar que qualificar ou classificar as opções dessa forma exige "malabarismos" doutrinários para justificar uma vinculação unilateral que dá a uma das partes direito potestativo para interferir na esfera jurídica de outrem com simples declaração, sujeita a parte que oferece a opção aos riscos econômicos do negócio, sem qualquer contrapartida obrigacional, econômica ou de sujeição do outro interessado.

O modelo de compra e venda que de alguma forma produziu essas discussões é o da compra e venda a contento, e também aqui a doutrina se debateu com explicações e previu restrições à manifestação da vontade do comprador, limitando-a a fim de impedir que se aplicasse à espécie as regras deduzidas para a validade de negócios com condição puramente potestativa. Esse o embate que ora se trava em face das opcões negociadas em bolsa. Admitida a regra do art. 305 do BGB, porém, pode-se dizer que, tratando-se de operação negocial realizada em mercados regrados - não necessariamente por normas jurídicas, mas sem dúvida por normas impostas pelas bolsas — a só declaração unilateral obriga, vincula o declarante, sem que a manifestação da outra parte, aquela à qual a declaração se endereça, seja imposta.

Esse tipo de raciocínio já se fez na elaboração doutrinária do direito cambiário de 1884 na Alemanha, com a desvinculação do direito em relação ao negócio subjacente, surgindo aí a abstração do direito cambiário.

Especialmente quando se imagina as questões que poderão resultar da circulabilidade desse negócio, a aproximação com as regras do direito cambiário, notadamente a circulação das notas promissórias, sem que as exceções oponíveis entre partes circulem com o instrumento, parece que apenas a declaração unilateral que cria direito

DOUTRINA

potestativo para o titular em face do declarante é que resolve as dificuldades.

Seguramente, imaginar que as opções negociadas nas bolsas de mercadorias e futuros, negócio de transferência de risco, de especulação, fruto da autonomia privada, sejam contratos, quando nenhuma das partes imagina que ambas ficam vinculadas, é desconhecer a dinâmica dos operadores econômicos, é tentar engessar a autonomia privada em modelos reconhecidos, esquecendo as construções pretorianas do direito romano, para ficar em um dos sistemas que dá origem ao brasileiro. É, afinal, afastar o outro sistema que, combinado com aquele produz boa parte dos direitos continental-europeus.

A autonomia privada tem poder criador de operações jurídicas, negócios jurídicos não tipificados que, na medida de seu interesse, para o funcionamento das relações econômicas, são reconhecidos e acolhidos pelos ordenamentos. Nessa categoria estão as opções bursáteis — simples ou em todas as suas combinações com outros negócios. Qualificá-las declaração unilateral e não contrato, com vinculação do declarante e garantindo ao destinatário o privilégio, o direito formativo gerador, de livremente decidir o que melhor lhe convenha, soluciona a dificuldade criada pela cláusula potestativa sem que seja necessário circundá-la com exercícios de ficção.

O que as partes querem é exatamente isso, jogar com o risco da variação de preço durante certo período sem que haja desde logo a obrigação outra que não aguardar o decurso do prazo.