Atualidades

NEGÓCIOS COM OPÇÕES – A OPÇÃO FLEXÍVEL

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA

I – Natureza jurídica, estrutura, espécies e efeitos dos negócios com opções. II – O importante papel da boa-fé nos negócios com derivativos. III – Conclusões.

I – Natureza jurídica, estrutura, espécies e efeitos dos negócios com opções

As operações de opção flexível incluem-se entre modernos negócios empresariais, pertencentes a uma nova categoria de ajustes, genericamente denominados *derivativos*, cuja configuração como instituto pertencente ao gênero contrato será oportunamente discutida. Neste pequeno trabalho pretende-se fazer algumas considerações sobre a sua natureza jurídica, conceito, estrutura, espécies e efeitos que sua conclusão acarreta para as partes.

Segundo Luiz Gastão Paes de Barros Leães, os derivativos podem ser classificados em quatro categorias básicas ("*Derivatives suitability*", *RDM* 102/56): "Essencialy derivatives can be classified in four different basic categories: forwards, futures, options and swaps".

Ainda segundo o mesmo autor, na continuação de seu pensamento, tais institutos também podem ser classificados segundo o critério de sua aplicação: "Another way to classify derivatives is related to their application. The uses of derivatives mostly fall in four differents categories: asset/liability management, creation of synthetic asset of liabilities, hedging and speculation".

De maneira geral, a função econômica dos negócios futuros – entre os quais incluem-se os de opção – consiste na sua condição de eficientes instrumentos de *hedge*, ou no gerenciamento de riscos. Nos termos do *CBOT – Commodity Trading*, Manual da Bolsa de Mercadorias de Chicago, p. 13, tem-se que "hedging, a major economic purpose of futures markets, is buying or selling futures contracts to offset the risks of changing prices in the cash markets. This risk-transfer mechanism has made futures contracts virtually indispensable in efforts to control costs and protect profit margins".

O Banco Central do Brasil, em material destinado ao *III Curso de Formação de Inspetores*, Brasília, 1995, p. 4, afirma "que os instrumentos derivativos permitem a transferência e a privatização dos riscos. Os agentes do Setor Privado podem comprar e vender riscos através da utilização de Instrumentos Derivativos. O Governo pode eliminar, dessa forma, a sua participação em determinados tipos de riscos. Os agentes econômicos (especuladores, arbi-

tradores, *hedgers* ...) passam a assumir os riscos decorrentes de oscilações em preços".

Como desde já se verifica, o objeto fundamental desses novos tipos de acordos está na transferência de riscos entre as partes, no exercício de sua autonomia privada.

O Acordo da Basiléia, de 1988, tratado do qual o Brasil é signatário, cuida dos riscos das atividades profissionais nos mercados financeiro e de capitais. Quanto aos *derivativos*, ele prevê, entre outros pontos, a utilização de fatores de risco no cálculo dos chamados instrumentos ou transações *off-balance-sheet* (operações fora do balanço). Há toda uma sistemática de cálculos altamente sofisticada por meio da qual os fatores de risco, multiplicados pelos valores nacionais das operações derivativas, são parte dos elementos que constituirão a porção do capital necessário à instituição financeira, de maneira a não representar, segundo os critérios do Comitê da Basiléia, risco ao sistema financeiro.

Assim sendo, há critérios baseados em tratados internacionais para o estabelecimento do capital das instituições financeiras, quando elas operam com derivativos, do que se conclui que a assunção do risco, por elas, tem bases claramente objetivas.

Não sendo o caso de desenvolver aqui tais assuntos, lembre-se que o Acordo da Basiléia sugere dois tipos diversos de metodologia para chegar-se ao capital seguro necessário, ou seja, o *original exposure* e o *current exposure*.

A transferência do risco da oscilação do dólar é, p. ex., um dos objetivos dos acordos em tela, sabendo-se o quanto se deram bem aqueles que encontravam-se no lado certo quando da recente desvalorização do Real.

Analisando essas operações, Iran Siqueira Lima e Alexsandro Broedel Lopes (*Contabilidade e Controle de Operações com Derivativos*, São Paulo, Ed. Pioneira-FIPECAFI/SP, 1999), expõem, às pp. 18 e 19 as notas conceituais dos negócios com opções, abaixo desenvolvidas.

Existem dois tipos básicos de contratos de opções:

a) *calls*/compra – O detentor de uma opção de compra dessa espécie tem o direito de comprar um determinado ativo em uma certa data, por um determinado preço.

b) *puts*/venda – o detentor de uma opção de venda tem o direito de vender um dado ativo em uma certa data, por um preço determinado.

Como condição para assumir esses direitos de compra ou venda, o interessado deve pagar um determinado valor, chamado *prêmio*, em favor da outra parte envolvida no negócio, conhecida como o *lançador* da opção.

Observe-se que, nos negócios em causa, *o titular tem a prerrogativa (opção) de exercer o direito, seja de compra, seja de venda, para tanto obrigando o lançador.*

Isto quer dizer que o lançador fica subordinado à vontade do titular, na medida em que este venha a exercer o seu direito nos termos avençados.

O preço do contrato corresponde ao valor futuro pelo qual o bem será negociado, denominado *preço de exercício* (*strike price* ou *exercise price*).

A data em que a opção poderá ser exercida é chamada como *data de vencimento* (*expiration dute*, *exercise date* ou *maturity*).

Há dois sistemas em uso no mercado, o *europeu* e o *norte-americano*. A *opção européia somente pode ser exercida na data de vencimento*, enquanto a norte-americana dá o direito de exercício a qualquer tempo até o vencimento. Em ambos os casos, o lançador sempre permanece no pólo passivo da obrigação, subordinado ao direito do titular. Em alguns contratos de opções européias encontra-se a previsão expressa de cláusula de liquidação antecipada, segundo acordo escrito ao qual as par-

tes venham a chegar sobre o preço da liquidação.

Trata-se de um negócio de risco, *profissionalmente assumido pelo lançador*, que é uma empresa especializada no ramo. O risco está na possibilidade da variação de diversos elementos que servem para estabelecer o preço de exercício, sujeitos a um certo grau de imponderabilidade (daí o risco), ao longo da duração do contrato, *risco esse que pode afetar qualquer uma das partes contratantes, conforme a direção tomada pelos seus fatores*, a saber:

- a variação do preço do ativo objeto do contrato;
- a variação da taxa de juros;
- o prazo de duração do contrato; e
- a volatilidade do preço do ativo objeto do contrato.

Preocupando-se com a repercussão dessas operações no mercado, o Banco Central do Brasil, no já mencionado *III Curso de Formação de Inspetores*, Brasília, 1995, levantou a literatura sobre as operações derivativas, de onde segregou e qualificou, de sua parte, os riscos a elas inerentes:

a) *Risco de crédito* – também conhecido como risco de contrapartida. É relativo à probabilidade de inadimplência de uma das partes, que, no vencimento de sua obrigação, poderá deixar de honrá-la perante o credor. Há institutos voltados para a minimização desses riscos, baseados em sistemas de garantias, como forma de sua administração.

b) *Risco de mercado* – Decorrente, de forma natural, das flutuações nos preços dos contratos. Essas flutuações, durante o período de vigência das operações podem acarretar distorções indesejáveis, afetando os resultados esperados. A reversão do contrato, nessas oportunidades, pode causar perdas consideráveis ao credor.

c) *Risco de resgate* – Apresenta-se pela existência de um lapso temporal entre as datas de conclusão e de execução do contrato. Também existem mecanismos de redução desse risco, quando se acerta a liquidação por diferença de preços.

d) *Risco de liquidez* – Definido pela falta de mercado para o objeto da prestação, como condição para a sua reversão.

e) *Risco legal/documental* – Dependem da garantia e da estabilidade da ordem jurídica, da falta de fórum adequado para o julgamento de litígios e da falta de clareza das cláusulas na elaboração dos contratos.

A assunção de obrigações a título de lançador em operações de opção corresponde a uma atividade profissional especializada, e é juridicamente válida a partir do momento em que não se trata de simples álea, pois o risco assumido apresenta condições objetivas de mensurabilidade, tarefa efetuada pelos setores técnicos próprios daquele.

No momento do exercício da opção, o preço pode estar:

a) *in the money*, ou seja, menor do que o preço à vista;

b) *at the money*, isto é, igual ao do preço à vista; ou

c) *out of the money*, ou seja, maior do que o preço à vista.

Essas possibilidades demonstram, de forma cabal, que o risco em contratos dessa espécie é recíproco, devendo cada parte exercer o seu direito e cumprir sua obrigação na forma acordada, sob pena de causar irreparáveis prejuízos à outra.

Daí se verifica que, dependendo da direção que o preço de exercício vier a tomar, em função de uma das variáveis acima citadas, uma das partes terá lucro e a outra prejuízo, ou o resultado é considerado neutro, sem perda nem ganho para nenhuma delas.

Outra classificação importante corresponde às *opções negociadas em bolsas especializadas*, como é o caso, no Brasil, da Bolsa Mercantil & de Futuros–BM&F, uma

das maiores do mundo, e as que são objeto de colocação pelos lançadores no chamado *mercado de balcão*. *Estas são denominadas opções flexíveis*, livremente negociadas entre as partes nos seus diversos elementos. Enquanto isso, as opções em curso nas Bolsas são inteiramente padronizadas, cabendo aos interessados aderir aos modelos preestabelecidos, sem possibilidade de efetuarem qualquer alteração nos *pacotes* oferecidos pelas Bolsas.

Os efeitos decorrentes dos contratos de compra ou venda de opções flexíveis correspondem, basicamente, de um lado, ao *direito do titular* em exercer sua prerrogativa na data de vencimento e, de outra parte, na *obrigação do lançador* de pagar o preço de exercício, caso a opção venha a ser efetivada.

Como tantos outros negócios novos, as opções flexíveis foram criadas como o resultado do direito constitucionalmente assegurado da *autonomia privada*, ou seja, o poder de autodeterminação conferido aos particulares na regulação dos seus interesses, que tem como limites o atendimento à lei, à ordem pública e aos bons costumes. Daí conclui Waldirio Bulgarelli (*Contratos Mercantis*, 7ª ed., São Paulo, Atlas, 1993, p. 65) que "se o contrato decorre da manifestação da vontade livremente expressa (autonomia da vontade) e se afirma tão-somente pelo consenso (*sollus consensus obligat*), *torna-se obrigatório, ficando as partes submetidas ao contratado* (*pacta sunt servanda*)".

O tema da natureza jurídica dos derivativos tem sido pouco discutido, ainda, no direito brasileiro. Ao lado de um importante estudo realizado por Oscar Barreto Filho ("As operações a termo de mercadorias sobre mercadorias (*hedging*)", *RDM* 29/11) e de poucos outros autores lembrados neste trabalho, ainda há um grande campo a ser desbravado nessa área, a qual, aos poucos, começa a despertar a atenção dos juristas, nem sempre munidos das bases econômicas necessárias ao perfeito descortinamento da realidade de tais negócios.

Em trabalho de pesquisa efetuado sob nossa orientação, Érica Cristina Rocha Gorga ("A importância dos contratos a futuro para a economia do mercado", *RDM* 112/157) teve a oportunidade de fazer um breve mas minucioso relato sobre o tema da natureza jurídica dos contratos futuros (pp. 181 a 205), onde demonstra que a discussão sobre o assunto tem passado pelas teorias do negócio típico – evidentemente inominado –; do negócio de justaposição de dois contratos de compra e venda a termo, nos quais a mesma parte assume posições contrárias; do seguro de preços; do negócio *sui generis* etc.

Remetendo o leitor para os estudos citados, caso haja o desejo de aprofundamento na matéria, entendemos que o exame da estrutura das opções indica sua afinidade com o contrato de compra e venda a termo, a cujas regras deve-se recorrer para a solução das controvérsias com eles relacionadas.

II – O importante papel da boa-fé nos negócios com derivativos

Tanto quanto ocorre com quaisquer contratos, apresenta-se a boa-fé como fundamental elemento jurídico-psicológico nos negócios com derivativos, tanto na sua celebração, quanto na execução de tais acordos.

Em um dos raríssimos estudos jurídicos já escritos no Brasil sobre os derivativos, Rachel Sztajn reporta-se a lições da doutrina estrangeira e nacional a respeito, tomada a boa-fé como regra de comportamento em que se tem por objetivo a tutela dos interesses dos declarantes e do destinatário da declaração. A boa-fé também é analisada em sentido objetivo, *como explicitação do princípio da lealdade contratual, dever dos contratantes em face um do outro* (*Futuros e "Swaps": Uma Visão Ju-*

rídica, São Paulo, Ed. Cultural Paulista, 1999, pp. 44 e ss.).

Darcy Bessone de Oliveira Andrade afirma que o princípio da boa-fé domina o comércio jurídico, como regra de recíproca lealdade, *destinada a dar-lhe segurança*. Além disso, diz o mesmo autor, que vindo os contratos a serem executados sob inspiração da idéia moral da boa-fé, os contratantes devem agir *dentro de um esquema de colaboração recíproca* (*Do Contrato*, Rio, Forense, 1960, pp. 232 e 116).

Nessa mesma linha de pensamento manifesta-se o douto Orlando Gomes (*Contratos*, 3ª ed., Rio, Forense, 1971), destacando que, *para traduzir o interesse social de segurança das relações jurídicas, as partes devem agir com lealdade e confiança recíprocas*. Embora, observe–se, os contratos de opção classifiquem-se como de prestações correspectivas ou opostas – não sendo o caso de pensar-se em um tipo de colaboração como aquele presente nas sociedades (onde existe a *affectio societatis*) – o sentido da boa-fé volta-se para a subordinação das partes a regras destinadas a impedir que uma parte dificulte ou impeça o direito da outra.

Karl Larenz (*Derecho de Obligaciones*, Ed. Madrid, 1958, pp. 20 e ss.), diz que, em princípio, *o devedor há de evitar tudo quanto possa frustrar o fim a que se destina a obrigação*. Dessa forma, não pode uma das partes, unilateralmente, frustrar a finalidade do acordo, recusando-se ao pagamento de obrigação decorrente de risco expressamente assumido, sendo-lhe vedado, p. ex., nas operações com opções

a) efetuar uma liquidação do contrato segundo os termos por ela própria impostos; ou

b) deixar de estabelecer negociações explícitas com a outra parte para, se for o caso, adotar forma de liquidação diversa da originalmente contratada;

c) aplicar um redutor sobre o preço de exercício de forma completamente aleatória, sem esclarecimento sobre as bases técnicas utilizadas.

III – Conclusões

Considerando-se que as operações de opção apresentam, justamente, o objetivo de administração de um determinado risco, não cabe a qualquer das partes, a não ser em casos absolutamente excepcionais, alegar a teoria da imprevisão para negar-se a cumprir a sua prestação. A regra *pacta sunt servanda* impõe-se nesses acordos de forma bastante rígida.

Não poderia um lançador, por exemplo, em uma opção flexível de venda de dólares, celebrada antes da recente desvalorização do real, romper o contrato, alegando dano superveniente excessivo, causador de prejuízo inesperado.

Tendo em conta o objetivo próprio de um negócio dessa natureza e, além disso, o fato de vir a ser o lançador uma instituição especializada em assunção de riscos, jamais se poderia aceitar pudesse ela fugir ao cumprimento da prestação livremente pactuada anteriormente com a outra parte. Dessa forma desapareceria a própria essência de tais negócios.

Ao vir a enfrentar questões nessas áreas, o Judiciário deverá estar atento para a especialidade do instituto, não fazendo recair sobre elas um direito rançoso de uma época ultrapassada, mas, isto sim, resolvendo-as de acordo com uma visão moderna, identificadora da existência de novos negócios, construídos para novas finalidades econômicas válidas, baseados em velhos e novos princípios, em funcionamento perfeitamente equilibrado entre si.