

**AUGUSTO JORGE HIRATA**

**DEVER DE INFORMAR NOS CONTRATOS DERIVATIVOS**

**TESE DE DOUTORADO**

**ORIENTADORA:**

**PROFESSORA DRA. LYDIA NEVES BASTOS TELLES NUNES**

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO**

**2017**



**AUGUSTO JORGE HIRATA**

**DEVER DE INFORMAR NOS CONTRATOS DERIVATIVOS**

Tese apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Civil, sob a orientação do Professora Doutora Lydia Neves Bastos Telles Nunes

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE DIREITO**

**SÃO PAULO  
2017**

Hirata, Augusto Jorge

Dever de informar nos contratos derivativos / Augusto Jorge  
Hirata - São Paulo, 2017.

225 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dra. Lydia Neves Bastos Telles Nunes

1. Dever de informar 2. Boa-fé nos contratos 3. Contratos  
derivativos

I. Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito II. Título

Aos meus,

João e Maria Carolina



## Agradecimentos

### Agradeço

à professora Lydia, pela orientação, pelas discussões, pelo carinho e pelo incentivo nos momentos difíceis

à professora Maria Grazia Riva, sem a qual a temporada de pesquisa na Itália teria sido impossível, aos professores Alessia Spina e Alberto Maffi pela gentilíssima recepção na Università degli Studi di Milano-Bicocca

aos professores Otávio Luiz Rodrigues Junior e Gustavo Diniz pelas contribuições durante e depois da banca de qualificação

à Isabella, pelo apoio e compreensão, pela dedicação adicional às crianças e à família durante a elaboração da tese

ao meu irmão, Alessandro, pelas conversas e discussões

ao escritório, Rubens Naves, Santos Jr. Advogados, que permitiu minha ausência durante os meses em Milão para pesquisa, em especial, ao Leandro, que cuidou dos casos nesse período

à Danieli pela revisão do texto





## RESUMO

Hirata, Augusto Jorge. Dever de informar nos contratos derivativos. 225 p. . Tese de Doutorado. Faculdade de Direito. Universidade de São Paulo. São Paulo, 2017.

A presente tese trata do dever de informar em contratos derivativos. Preliminarmente, analisa a função econômica como suporte à determinação da causa concreta, bem como a natureza jurídica dos contratos. Em seguida, no terceiro capítulo, trata dos fundamentos do dever de informar, principiando pelos vícios do consentimento e com especial dedicação à análise da boa-fé. O capítulo quarto aproxima a tese dos contratos derivativos, com avaliação da legislação aplicável no Brasil, Estados Unidos da América e Itália. O capítulo quinto trata dos efeitos da violação do dever de informar, especificando em que hipóteses ensejará a anulação, a resolução ou a indenização dos danos causados. O capítulo seguinte analisa casos julgados pelo Superior Tribunal de Justiça e um julgado italiano para verificar a adequação da jurisprudência às conclusões parciais. Por fim, a conclusão resume os parâmetros para a sanção da violação do dever de informar.

Palavras-chave: dever de informar, contrato derivativo, boa-fé nos contratos

## ABSTRACT

Hirata, Augusto Jorge. Duty of disclosure in derivative agreements. 225 p. . Doctorate. Faculty of Law. University of São Paulo. São Paulo, 2017.

The present work discusses the duty of disclosure in derivative agreements. Initially, it analyses the economic purpose as the basis to delimitate the effective cause, as well as the nature of the derivative agreement. Following, the third chapter deals with the foundations of duty to inform, beginning by the vices of consent and with special dedication to good faith. The fourth chapter brings the thesis to the derivative agreement, valuating the current Law on Brazil, United States of America and Italy. The fifth chapter deals with the effects of duty to inform violation, identifying in which case it should cause annulation, resolution or indemnification of the damages caused. The following chapter analyses cases judged by *Superior Tribunal de Justiça* and one Italian case to check if jurisprudence matches the partial conclusions. At the end, the conclusion sums the parameters to determinate the consequence of duty to inform violation on derivative agreements.

Key-words: duty of disclosure, derivative agreement, good-faith in contract law

## RIASSUNTO

Hirata, Augusto Jorge. *Obbligo di informare nei contratti derivati*. 225 p. .Tesi di dottorato di ricerca. Facoltà di Giurisprudenza. Università di São Paulo. São Paulo 2017.

Questa tesi si occupa dell'obbligo di informare nei contratti derivati. Prima, analizza la funzione economica come supporto della determinazione della causa e la natura giuridica dei contratti. Poi nel terzo capitolo esamina i fondamenti del obbligo di informare, a partire dai vizi del consenso e con particolare attenzione all'analisi della buona fede. Il quarto capitolo si occupa dei contratti derivati, con la valutazione delle normative applicabile in Brasile, Stati Uniti e Italia. Il quinto capitolo analizza gli effetti della violazione del dovere di informare, precisando, se le ipotesi comportano l'annullamento, risoluzione o il risarcimento dei danni. Il prossimo capitolo prende in esame casi dalla Superiore Tribunale di Giustizia in Brasile e un caso italiano, per cercare di verificare l'adeguatezza delle decisioni alle conclusioni parziali. Infine, la conclusione cerca di determinare i parametri per la sanzione della violazione del obbligo di informare.

Parole chiave: obbligo di informare, contratto derivativo, buona fede nei contratti

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>1. FUNÇÃO ECONÔMICA E CAUSA NOS CONTRATOS DERIVATIVOS .....</b>	<b>19</b>
1.1. <i>Hedge</i>	22
1.2. Arbitragem	23
1.3. Especulação	24
1.4. Transferência de riscos	29
1.5. Causa concreta nos contratos derivativos	32
<b>2. NATUREZA JURÍDICA DOS CONTRATOS DERIVATIVOS.....</b>	<b>37</b>
2.1. Autonomia da privada	37
2.2. Tipos de Contratos Derivativos	43
2.2.1. Contrato a Termo	43
2.2.1.1. <i>Emptio rei speratae</i> e a <i>emptio spei</i>	45
2.2.2. Contrato Futuro	47
2.2.3. Opções	48
2.2.4. <i>Swaps</i>	50
2.3. Sinalagma genético e sinalagma funcional	53
2.4. Informação nos contratos aleatórios: equilíbrio risco-preço	54
<b>3. DEVER DE INFORMAR .....</b>	<b>57</b>
3.1. Dolo	63
3.2. Erro	67
3.2.1. Erro substancial	68
3.2.1.1. Natureza do negócio	69
3.2.1.2. Erro sobre o objeto principal	71
3.2.1.3. Erro sobre qualidade essencial	72
3.2.1.4. Erro quanto à pessoa	73
3.2.1.5. Erro de direito	74
3.2.1.6. Erro escusável	75
3.2.1.7. Erro reconhecível	76
3.2.1.8. Jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça	79
3.2.1.9. Conclusões parciais sobre o Erro	81
3.2.2. Vícios redibitórios e evicção	83
3.2.3. Deveres Laterais	86
3.2.4. Boa-fé	87
3.2.5. Abuso de Direito	97
3.2.6. Razoabilidade	100
3.2.7. Correttezza	100
3.2.8. Transparência	102
3.2.9. Função social e causa do negócio	104
3.3. Equidade	110
3.3.1. Justiça contratual	115
3.4. Conflito de interesses	120
3.5. Vontade e declaração negocial	121
3.6. Da culpa ao risco	123

<b>4.</b>	<b>DEVER DE INFORMAR NOS CONTRATOS DERIVATIVOS .....</b>	<b>126</b>
4.1.	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	133
4.2.	Direito Europeu	137
4.2.1.	Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho	137
4.2.2.	Diretiva 2006/73/CE do Parlamento Europeu e do Conselho	138
4.3.	Direito Italiano	145
4.3.1.	Regulamento CONSOB nº 16.190/07	145
4.3.2.	Deliberação CONSOB nº 15232/05	147
4.3.3.	Regulamento Consob nº 11522/98	148
4.4.	Direito Brasileiro	150
4.4.1.	Leis nº 6.385/76	150
4.4.2.	Resolução CVM nº 467 e a Instrução CVM nº 475	151
4.4.3.	Autorregulação	152
4.5.	Características das partes	153
4.5.1.	Instituição financeira como profissional	154
4.5.2.	Investidor qualificado	157
4.6.	Conclusões parciais sobre o dever de informar	165
4.6.1.	Consciência	165
4.6.2.	Diligência	166
4.7.	Momento da violação do dever de informar	166
4.7.1.	Na formação do contrato	167
4.7.2.	Na execução do contrato	167
<b>5.</b>	<b>EFEITOS DA VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR.....</b>	<b>170</b>
5.1.	Considerações introdutórias	170
5.1.1.	Planos do negócio jurídico	170
5.1.1.1.	Existência	172
5.1.1.2.	Validade	173
5.1.1.3.	Eficácia	174
5.1.2.	Informação como custo de transação	175
5.1.3.	Preço como informação acerca da escassez, informação econômica e financeira	176
5.2.	Anulação do contrato	177
5.3.	Resolução por inadimplemento	181
5.4.	Dever de indenizar	183
5.5.	Revisão do contrato	184
5.5.1.	Direito Italiano	186
5.5.2.	Direito Alemão	187
5.5.3.	Direito Português	189
5.5.4.	Direito brasileiro	190
<b>6.</b>	<b>ANÁLISE DE CASOS.....</b>	<b>194</b>
6.1.	Tribunale Civitavecchia, ord. 8.6.2011	194
6.2.	Recurso Especial nº 936.741 - GO (2007/0065852-6)	197
6.3.	Recurso Especial nº 777.452 - RJ (2003/0177169-4)	199
6.4.	Recurso Especial nº 1.164.235 - RJ (2009/0215321-7)	200
6.5.	Recurso Especial nº 1.003.893 - RJ (2007/0259170-0)	202
<b>7.</b>	<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>204</b>

<b>8. BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>208</b>
TABELA 01 .....	223

## INTRODUÇÃO

Os contratos derivativos surgem como operação econômica complexa, redutora de custos de transação, com o objetivo central de transferência e gestão de riscos.

Até o Código Civil de 2002, a doutrina brasileira procurava enquadrar os contratos derivativos como contratos típicos de compra e venda, a fim de afastar a terrível classificação de jogo e aposta<sup>1</sup>. Isso porque, tratar os derivativos como jogo e aposta – classificação provável na vigência do Código de Civil de 1916 – importaria a inexigibilidade das obrigações neles pactuadas, solução indesejável para o mercado e a segurança jurídica.

Diante desse quadro legislativo, o debate acerca da natureza dos contratos derivativos estava distorcido, a serviço de uma legitimidade artificial para que fossem exigíveis. Legitimidade esta emprestada e reforçada pela classificação como contrato típico de compra e venda<sup>2</sup>.

Assim, o primeiro objetivo deste trabalho, além de debater com mais liberdade e profundidade a natureza dos contratos futuros, é responder à principal questão jurídica acerca destes instrumentos: em que situações os contratos futuros devem ser declarados inexigíveis?

Os contratos derivativos foram o ferramental de algumas crises financeiras mundiais, com efeitos nefastos para a economia real. Diante disso, muitos defenderam a sua invalidade para evitar, por consequência, seus potenciais efeitos negativos. Essa posição radical merece descarte imediato, pois os contratos futuros têm grande importância para economia atual e não podem simplesmente ser extintos em razão do potencial dano que podem acarretar quando mal-empregados. Contudo, evidente que alguns abusos foram cometidos em sua utilização, dando ensejo a possíveis medidas para coibi-los.

Com relação ao uso inadequado dos contratos derivativos, podemos destacar duas sortes de problema. A primeira refere-se à incapacidade financeira, ou risco de falência. Com efeito, todo contrato está sujeito ao inadimplemento pela insolvência superveniente de uma das partes. Destaque-se, ainda, que o inadimplemento de contratos futuros celebrados com instituições financeiras pode implicar risco sistêmico, comprometendo a capacidade de operação de todo o sistema financeiro. Esse risco e a consequente regulação não serão objeto do presente trabalho. A regulação estrutural, dos limites máximos de exposição patrimonial

---

<sup>1</sup> SZTAJN, Rachel, Futuros e swaps: uma visão jurídica, p. 171

<sup>2</sup> YAZBEK, Otávio, Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, p. 110

a que devem estar sujeitas as instituições financeiras, é assunto de relevo, porém diverso do que se pretende tratar.

A segunda questão, surgida na interpretação dos contratos futuros, relaciona-se ao comportamento das partes. Trata-se de identificar em que situações as partes agiram de forma insidiosa, conduzindo a contraparte a celebrar ou continuar um negócio que lhe traria prejuízos inesperados. Entretanto, especial dificuldade decorre da natureza aleatória do contrato derivativo. Se as prestações são, por definição, desequilibradas, a revisão do pacto inicial em razão da excessiva onerosidade é limitada, ou impossível de acordo com boa parte da doutrina<sup>3</sup>. No entanto, há casos em que uma das partes age de forma reprovável, violando o princípio da boa-fé objetiva. Pretende-se, assim, propor parâmetros para identificar em que casos o contrato merece revisão ou pode ser resolvido.

A análise dos contratos futuros deve iniciar assumindo que, apesar da natureza aleatória desses, há um equilíbrio entre riscos e remuneração. Afinal, a mensuração de valor do risco transferido é subjetiva e, certamente, não uniforme entre as partes. Com efeito, é necessário que se verifique uma diferente percepção de valor por cada uma das partes para que seja possível realizar qualquer negócio. Por exemplo, em um contrato sinalagmático tradicional, como a compra e venda: o vendedor tem de acreditar que o objeto da venda tem menor valor que o preço, enquanto o comprador deve acreditar que o objeto tem maior valor que o preço. Do contrário, não haveria incentivo para celebração do negócio. Destaque-se ainda que este incentivo tem de superar os custos de transação para que o negócio seja concluído. Por conseguinte, em que pese as partes terem de ajustar um preço único para a troca, cada uma atribui diferente valor ao objeto do negócio<sup>4</sup>.

Trata-se de uma premissa simples e razoável: se as partes não atribuíssem maior valor à prestação que recebem em troca daquela que se comprometem a entregar, não haveria contrato – no sentido de operação econômica. Dessa forma, se a diferença de valor é pressuposto, também nos contratos sinalagmáticos as prestações apresentam distintos valores para as partes. Ainda assim, é possível extrair do contrato comutativo um equilíbrio econômico entre as prestações, não segundo a percepção de cada parte, mas de acordo com um senso comum, exterior ao negócio, um valor “de mercado”.

---

<sup>3</sup> SCHULZ, Fritz, trad. Vincenzo Arangio Ruiz, *I principii del diritto romano*, p. 359, As partes que celebram a modalidade que chamamos de derivativos prevêm a possibilidade de variações favoráveis ou contrárias as suas posições, sendo aliás esta a razão do negócio. Seria, portanto, inequitativo e contrário à lógica que pudessem se valer de tal escapatória.

<sup>4</sup> COOTER, Robert e ULEN, Thomas, trad. Luis Marcos Sanden, Francisco Araújo da Costa, *Direito & Economia*, pp. 93-94



O mesmo mecanismo aplica-se para o derivativo. Ainda que seja um contrato aleatório por excelência, é possível valorar o risco trocado. Assim, em um arranjo complexo, ambas as partes estarão sujeitas a um risco e ao pagamento de determinada quantia em dinheiro, conforme fórmula de cálculo que, de fato, reflete o desequilíbrio entre os riscos assumidos. O que faz o contrato derivativo é, portanto, estabelecer um valor ou um mecanismo de atribuição de valor aos riscos trocados. Esse mecanismo de atribuição de valor depende essencialmente das informações sobre o objeto do contrato. Daí a importância de regular adequadamente o dever de informar.

Os casos extremos de violação da boa-fé são de fácil tratamento. O objetivo principal do presente trabalho é propor as bases para que seja possível construir uma fronteira mais clara entre os contratos que devem ser declarados ineficazes e os que devem ser exigíveis. Para esse objetivo, é fundamental discutir a extensão do dever de informar. A assimetria de informação é a principal causa de desequilíbrio.

Todavia, é perfeitamente lícita, assegurada pelo princípio da autonomia da vontade, a celebração de um mau negócio. É preciso, contudo, distinguir o mau negócio resultante da inabilidade de uma das partes para analisar e prever seus efeitos econômicos do mau negócio decorrente do erro escusável a que teria sido induzida pela outra parte.

Nesse contexto, o dever de informar é pressuposto para a consagração da autonomia privada. Sempre que uma parte deixa de fornecer à outra as informações e detalhes sobre o funcionamento do contrato e o objeto contratado – suficientes para que seja possível compreender e analisar os potenciais resultados do negócio – questionar-se-á a validade das obrigações assumidas pela parte desinformada.

Contudo, evidente que os contratantes guardam sigilo sobre algumas informações referentes ao contrato. Os contratantes não estão obrigados a esclarecer à contraparte, por exemplo, porque acreditam que celebrar aquele contrato será benéfico, ou como a transferência de determinados riscos aprimora a exposição da empresa refletida no relatório de auditoria. Assim, uma vez que o contratante tenha tomado ciência dos mecanismos que regem o contrato e, mesmo assim, decidido celebrá-lo, tomando para si elevados riscos em troca da esperança de bons resultados, o contrato deve ser exigível.

Outros fatores contribuem para análise, como a qualificação das partes. Com efeito, é muito recorrente que uma das partes do contrato derivativo seja uma instituição financeira, entidade especializada na gestão de riscos. A contraparte pode ser outra instituição, uma grande empresa ou até uma pessoa natural. Quanto menos qualificada a

parte tecnicamente, mais difícil será a compreensão adequada do contrato. Nesse sentido, além de analisar que espécie de informação precisa estar disponível, deve-se avaliar, minimamente, a capacidade das partes de compreendê-la integralmente.

Desse modo, limita-se o tema, como corte metodológico, à análise do dever de informar nos contratos derivativos e de questões correlatas, desde que úteis para o contorno preciso da extensão do dever de informar, notadamente como a natureza dos contratos derivativos e o princípio da autonomia privada.

## 1. FUNÇÃO ECONÔMICA E CAUSA NOS CONTRATOS DERIVATIVOS

Considerado o formato atual de absoluta desmaterialização, isto é, de liquidação do contrato exclusivamente por diferença é essencialmente diverso do antigo contrato futuro, compra e venda com prestações diferidas, pode-se afirmar com segurança que o contrato derivativo é novo e ainda demanda mais esforços de interpretação. Decorre da relativa novidade, a dificuldade de compreender o efetivo funcionamento do contrato.

Diz-se que a definição de derivativo – contrato que tem como objeto a variação de preço de um ativo subjacente – é um conceito econômico, não jurídico. De fato, derivativo não é um contrato típico, com normas cogentes e dispositivas previstas no código civil ou em lei especial.

A questão tem relevo jurídico, porque se identifica com um conceito de causa do negócio jurídico. Em que pese o direito brasileiro – ao contrário, por exemplo, do italiano<sup>5</sup> que menciona a causa no art. 1325, nº 2, do *Codice Civile* e do espanhol, no artigo 1261, § 3º do Código Civil – não ter adotado a causa expressamente como um requisito do negócio jurídico válido, é possível inferir a sua relevância a partir da exigência de licitude do objeto e do motivo e por outras disposições, por exemplo, o artigo 145 do Código Civil, que permite a anulação dos negócios jurídicos cuja *causa* seja o dolo.

O inciso III do artigo 166 do Código Civil torna nulo o negócio jurídico celebrado por *motivo* ilícito, desde que seja o referido *motivo* comum aos contratantes. A necessidade de consciência dos contratantes para anulação do negócio leva a compreensão do motivo como questão subjetiva.

A causa não se identifica com a motivação subjetiva de foro íntimo. Compreendida como função concreta do contrato<sup>6</sup>, a causa se destaca do motivo particular,

---

<sup>5</sup> Nesse sentido, Moscati relata a mudança de perspectiva trazida pelo atual Código Civil italiano, “Nel codice del 1942 la prospettiva cambia radicalmente. Il contratto non è più considerato un insieme di singole promesse, di reciproche obbligazioni, ma come un’entità unitaria e, di conseguenza, la causa cessa di essere la ragione giustificativa dell’obbligazione per diventare un requisito essenziale del contratto (art. 1325, n. 2, c.c.) ed assumere un significato oggettivo, proprio di ciascun tipo contrattuale stipulato dalle parti. In questa prospettiva si collocano le teorie che considerano la causa non più dal punto di vista della volontà delle parti del negozio, ma come sua funzione economico-sociale, oggettivamente controllabile ed idonea a giustificare la giuridicità del vincolo”. AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 270.

<sup>6</sup> AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 273, “Altre volte, la causa e utilizzata dalla giurisprudenza in contrapposizione ai motivi, per escludere questi ultimi dall’area degli interessi apprezzabili e quindi giuridicamente rilevanti selezionando così le funzioni o le ragioni rilevanti del contratto, attratte nell’ambito della causa, da quelle irrilevanti, relegate nell’area dei motivi.”

psicológico. Vale dizer, se o adquirente compra um carro para presentear o filho que completa 18 anos e a entrega atrasa um dia, tornando o presente menos adequado, a relação entre o adquirente e a concessionária vendedora é, em princípio, estranha a esse motivo – presentear o filho. Todavia, a evolução da apreciação da causa não permite mais a simples irrelevância do motivo. Justamente a possibilidade de anulação do negócio em razão da ilicitude do motivo – não da causa – é demonstração dessa evolução.

Na outra fronteira, a causa concreta não se identifica com o tipo contratual, que apreende apenas a ideia de causa abstrata<sup>78</sup>. Com efeito, a doutrina italiana desenvolveu a aproximação do conceito de causa e tipo a partir do código de 1865, tendo se acentuado a identificação dos conceitos com a contribuição de Betti e o Código Civil de 1942, a partir da ideia de causa-típica<sup>9</sup>. Por exemplo, a causa-típica do contrato de compra e venda é a transmissão da propriedade contra o pagamento de dinheiro, do contrato de locação a permissão do uso do imóvel contra o pagamento em dinheiro e assim sucessivamente. Cada contrato típico teria apenas uma causa-típica<sup>10</sup>. A adoção desse conceito elimina a função hermenêutica da causa, bastando a identificação do tipo para atrair determinada regulação.

---

<sup>7</sup> AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 279, “La crisi della nozione astratta di causa, sintetizzata dalla formula della funzione economico-sociale ha dunque comportato il ridimensionamento di questo principio e la valorizzazione dei motivi economico-individuali dell’iniziativa negoziale. Il dogma della presunta irrilevanza dei motivi deve essere riconsiderato e con esso la stessa configurazione del motivo, da intendere non più come esclusivamente psicologico, ma come concreto interesse sotteso all’atto, da individuare e valutare in via ermeneutica.”

<sup>8</sup> Em contraste, a doutrina mais antiga, por exemplo, SCOGNAMIGLIO, Renato, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*, p. 223, “Ma a parte questo argomento di ordine esegetico, è da osservare contro tale opinione che nei contratti bilaterali la causa dell’obbligazione di un contraente non consiste già nella effettuata prestazione o in genere nell’ adempimento della obbligazione da parte dell’altra, ma bensì nell’assunzione stessa dell’obbligazione da parte dell’altra: nei contratti bilaterali le due obbligazioni sono tra loro in rapporto di interdipendenza e però l’una è causa dell’altra, ma non è già la prestazione dell’un contraente la causa dell’obbligazione dell’altro.”

<sup>9</sup> “Fu la dottrina italiana, vigente il codice del 1865, ad avvicinare la problematica del tipo a quella della causa; solo più tardi, però, venendosi a configurare la causa come “causa tipica”, si produsse un vero e proprio accostamento tra i due fenomeni. Con il codice del 1942, e con l’affermarsi della concezione bettiana della causa come funzione economico-sociale, tale tendenza si accentuò sensibilmente, e causa e tipo finirono praticamente con l’identificarsi. Una simile strettissima connessione risulta, del resto, coerente con l’idea, allora dominante, della “causa tipica”: la causa indicava esclusivamente il tipo ed era la funzione economico-sociale a caratterizzare l’operazione economica, sia sotto il profilo causale, in riferimento a un criterio di apprezzabilità sociale, sia sotto il profilo strutturale, in riferimento al tipo.” AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 286

<sup>10</sup> Nesse sentido, “Autorevole dottrina colloca, invece, la norma di cui all’at.1322, secondo comma, Codice Civile, non sul piano della causa del contratto, bensì sul piano del tipo contrattuale. La meritevolezza opera, cioè, avendo riguardo al tipo al fine di valutare, per i contratti atipici «... se lo schema giuridico è accettabile o inaccettabile sul piano giuridico... Il giudice deve dunque osservare lo schema astratto ideato dai contraenti e verificare se esso abbia un significato economico-sociale» (18). Il giudizio di meritevolezza viene a coincidere con il giudizio di rilevanza del contratto, ovvero, per essere più chiari, col giudizio rivolto a stabilire la giuridicità del vincolo creato con il contratto medesimo. Ad essere meritevole è il contratto socialmente

O desenvolvimento doutrinário evolui na Itália, portanto, para o entendimento da causa como função econômico-individual<sup>11-12</sup>, como contribuição para análise da legitimidade do negócio<sup>13</sup>. Nesse sentido, é digno de tutela o negócio em que são legítimos os interesses dos contratantes. A estrutura típica do contrato pouco contribui para essa avaliação.

É justamente a legitimidade do interesse das partes que determina a inexigibilidade das obrigações decorrentes de jogo e aposta. Em linhas gerais, o Direito não se presta a proteger ou instrumentalizar a execução de uma obrigação oriunda de jogo de azar. A questão é fundamental para assegurar a eficácia dos contratos derivativos.

Da mesma forma, a distinção entre causa e objeto não é tão simples. O objeto pode ser definido como a utilidade esperada a partir do desenvolvimento da relação contratual. Para análise da licitude exigida pelo Código Civil, por exemplo: a compra e venda de drogas – clássico exemplo de objeto ilícito – é assim considerada, especialmente, porque a função concreta, qual seja, a transmissão da propriedade de entorpecentes, é conduta ilícita. O objeto se identifica ora com a causa, ora com a prestação obrigacional, ora com o conteúdo do contrato<sup>14</sup>. Como o ordenamento brasileiro não trata expressamente da causa, a referência positiva ao objeto cumpre o papel de referir ao interesse das partes como filtro de validade dos negócios jurídicos.

Outro importante liame com a causa está no debatido artigo 421 do Código Civil. A *função social*, assim como a própria causa, é polissêmica e pode assumir contornos bastante variados, destacando-se pela adição de uma perspectiva coletiva mais ampla a partir da dimensão social. De toda a forma, a causa enquanto razão que levou as partes ao contrato, guarda forte relação com a função econômico-social. As partes que contratam pretendem – além e antes dos efeitos jurídicos – realizar determinada operação econômica.

---

apprezzabile e non v'è bisogno che sia (anche) socialmente utile (19).”VELLUZZI, Vito, ‘4you’: c’è ‘spazio’ per il contratto immeritevole di tutela? in I contratti, p. 891

<sup>11</sup> BIANCA, Massimo, Il Contratto, p. 452

<sup>12</sup> Sobre a evolução do conceito de causa, aponta JUNQUEIRA AZEVEDO, “Há dois significados da palavra ‘causa’ que estão hoje suficientemente esclarecidos e podem ser afastados sumariamente, nessa altura de exposição, por sua pouca pertinência ao que ora nos interessa; são eles o de causa-motivo (como na expressão ‘causa ilícita’, que somente pode ser entendida como o ‘motivo determinante ilícito’, conforme já vimos) e o de causa-fato jurídico, (*causa efficiens*), como, por exemplo, na expressão *causa obligationis*, em que a palavra ‘causa’ equivale ao fato jurídico que dá origem à obrigação. Esses sentidos são facilmente inteligíveis e dispensam maiores comentários. Predomina, atualmente, na verdade, o que se chama de sentido objetivo da causa, isto é, um terceiro sentido da palavra, pelo qual se vê, na causa, a função prático-social, ou econômico-social do negócio”. JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 153

<sup>13</sup> AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in Diritto Civile, p. 287

<sup>14</sup> AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in Diritto Civile, p. 335-336

É preciso, portanto, compreender para que funções concretas – quais são os balizadores para os interesses normalmente perseguidos – celebram-se os contratos derivativos. Dessa forma, apresentam-se a seguir as operações econômicas mais frequentemente tratadas como contratos derivativos.

### 1.1. *Hedge*

*Hedge* é todo esquema de proteção contra um risco. Compreende-se risco como a possibilidade de um evento futuro não se verificar, seja o evento benéfico ou prejudicial. Qualquer atividade econômica implica algum tipo de risco. Em cada relação contratual está presente o risco de inadimplemento, o adquirente de bens suporta o risco de sua desvalorização; o locatário de o proprietário exigir a desocupação do imóvel. Riscos diferentes demandam diferentes formas de mitigação. O *hedge* é frequentemente utilizado para variação de preços ou custos. As modalidades negociadas com maior intensidade no Brasil se referem à flutuação da taxa de juros e de câmbio.

If uncertainty is present, the market organization will develop special facilities for divorcing the risk attached to holding stocks from the holders of these stocks. This is specially important for those who, though committed, are not able to deliver before some future date. This facility is supplied by forward transactions, and the operation by which the risk premium is divorced from total holding cost, is called “hedging.”<sup>15</sup>

O funcionamento de um derivativo com o propósito de *hedge* pode ser ilustrado com um exemplo prático. Uma empresa de aviação tem, entre seus principais custos, o valor do *leasing* das aeronaves e o custo do combustível de aviação. O primeiro é fixado em moeda estrangeira e o segundo sofre influência direta da taxa de câmbio, por se tratar de mercado internacional.

Considere que a empresa prevê gastar, aproximadamente, U\$10 milhões por mês com a soma dos contratos de *leasing* e o preço do combustível. Todavia, a mesma empresa opera principalmente voos nacionais e para clientes quase todos brasileiros. Sua receita, portanto, é obtida em reais. A variação da taxa de câmbio ocorrida nos últimos dois meses – entre 20 abril e 20 de junho de 2013 – elevou a cotação de R\$ 2,02 por dólar para R\$ 2,25. Essa oscilação da taxa de câmbio implicaria aumento de custos da ordem de R\$ 2,3

---

<sup>15</sup> KALDOR, Nicholas, *The Review of Economic Studies*, p. 5

milhões, ou seja, aproximadamente 11,38%. Muitas vezes, essa variação é responsável por levar a empresa do lucro ao prejuízo.

O contrato mais simples de *hedge* para essa operação é uma compra futura de dólares a preço pré-fixado, para liquidação das datas em que a empresa tiver compromisso de realizar os pagamentos em dólar. Assim, a empresa de aviação compraria lotes de US\$ 10 milhões a R\$ 2,02 por dólar em abril, para liquidação em maio, junho, julho e assim por diante. Retomando o exemplo do mês de julho, no caso dessa parcela do contrato futuro, a empresa de aviação receberia do contrato derivativo exatamente os R\$ 2,3 milhões, anulando suas perdas decorrentes da valorização do dólar.

Interessante notar dois pontos. Em primeiro lugar, a depender da expectativa do mercado para a cotação futura, é possível que a compra de dólar em 20 abril para 20 de junho tenha cotação diferente da à vista. Por exemplo, com expectativa de alta, o dólar futuro para 60 dias poderia custar R\$ 2,05 ou R\$ 2,10, com expectativa de baixa, custaria menos que o valor atual. Em segundo lugar, o dólar poderia estar mais barato em 20 de junho, a taxa de, por exemplo, R\$ 1,92 por dólar, a empresa teria mais lucros em suas operações pelo barateamento do custo, mas teria de pagar R\$ 1 milhão pelo contrato derivativo.

A estratégia de *hedge* consiste na anulação do risco, positivo ou negativo. Ao contratar o *hedge*, o contratante abre mão de maiores ganhos para evitar perdas e sabe de antemão qual será o resultado de suas operações.

## 1.2. Arbitragem

A arbitragem, assim como o *hedge*, é também um uso dos derivativos que pode assumir diferentes formas. A ideia central refere-se à obtenção de lucros sem riscos pela realização simultânea de operações correlatas de compra e venda de ativos em mercados com cotações diferentes. Em simplificação didática, é o mesmo que comprar em um mercado onde o ativo está barato e vender onde está mais caro, lucrando com a diferença de preços sem correr riscos com as variações.

A estratégia de arbitragem funciona perfeitamente em mercados físicos. Por exemplo, posso adquirir cocos verdes no Nordeste por R\$ 0,80 a unidade e vendê-lo no Parque do Ibirapuera a R\$ 3,50 por unidade. Importante notar que a arbitragem não envolve risco de não realização do segundo negócio, eles devem ser simultâneos. Dessa forma, no exemplo, seria necessário fechar o negócio com a cooperativa dos vendedores de coco do parque no mesmo momento da compra na Bahia, convencionando-se posterior entrega. Na

economia real, oportunidades de arbitragem são pouco frequentes pelos elevados custos de transação. O transporte de um caminhão de coco da Bahia até São Paulo, provavelmente, custa tanto quanto ou mais que lucro potencialmente obtido com a diferença de preços.

Os derivativos, contudo, muito em razão da liquidação por diferença, são excelentes redutores de custos de transação. Considere que as mesmas ações da Petrobrás são negociadas na Bovespa e na Bolsa de Nova Iorque. É possível comprar opções de venda na bolsa brasileira por R\$ 30,00 por ação ao custo de R\$ 1,00 para liquidação em 30 dias. Ao mesmo tempo, é possível comprar opções de compra a U\$ 11,50 dólares por ação na bolsa de Nova Iorque ao custo de U\$0,50 para liquidação no mesmo prazo. O contrato de compra de dólar futuro para 30 dias por R\$ 2,30 por dólar pode ser celebrado sem custo, porque há contrapartes querendo vender dólar futuro por essa cotação. Liquidando-se todas as operações em 30 dias, para cada opção de compra haveria um custo total de R\$ 27,60, para uma opção de venda que renderá R\$ 29,00 (R\$ 30,00 descontado o custo R\$ 1,00). Em outras palavras, as operações – em cenário de inexistência de custos de transação e possibilidade de postergar o pagamento do custo das opções para o vencimento – renderiam R\$ 1,40 real por opção, sem risco para o investidor.

A redução das chances de arbitragem opera como as leis de oferta e demanda. Quando há oportunidade de ganho como a mencionada acima, a demanda por opções de compra da Bolsa de Nova Iorque sobe, pressionando seu preço (U\$0,50) ou seu preço de exercício (U\$ 11,50). Da mesma forma, quanto mais interessados houver em opções de venda na Bovespa, maior o incentivo para aumento do preço da opção (R\$ 1,00) e redução do preço de exercício (R\$ 30,00). De forma que a oportunidade de ganho tende a zero, com a realização de operações adicionais.

### 1.3. Especulação

A especulação é a estratégia que carrega uma tentativa de prever o comportamento do mercado. Na obra de Keynes:

These considerations should not lie beyond the purview of the economist. But they must be relegated to their right perspective. If I may be allowed to appropriate the term speculation for the activity of forecasting the psychology of the market, and the term enterprise for the activity of forecasting the prospective yield of assets



over their whole life, it is by no means always the case that speculation predominates over enterprise.<sup>16</sup>

A visão do economista inglês era inexoravelmente negativa, dados os efeitos catastróficos da especulação desmedida na Crise de 1929, iniciada em Nova Iorque, mas com efeitos mundiais. Keynes compara a especulação à atividade empresarial e constata, com certa ironia, o predomínio da especulação. O problema apontado pelo autor está na tentativa de prever o comportamento do mercado como uma atividade com fim em si mesma, independentemente de seus reflexos na economia real.

Dessa forma, para análise do investimento em uma ação de determinada empresa não importava saber se a empresa produzia bons produtos e serviços, mas tentar prever se os outros agentes do mercado teriam interesse em adquirir aquelas ações e assim pressionar os preços a subir.

A especulação sobre a especulação que outros agentes de mercado possam vir a realizar leva a um nível de artificialidade perigoso, capaz de descolar as decisões de investimento dos valores da economia real. No limite, levaria a perda de noção de preço relativo. Considerando que o preço, ou custo dos investimentos, é uma medida da escassez relativa de cada bem, a especulação sobre a especulação pode gerar um desajuste generalizado de preços, que conduziria à alocação ineficiente de recursos. Mais recursos seriam gastos em bens de menor valor relativo.

A definição de especulação proposta por Nicholas Kaldor é mais equilibrada:

Speculation, for the purposes of this article, may be defined as the purchase (or sale) of goods with a view to re-sale (re-purchase) at a later date, where the motive behind such action is the expectation of a change in the relevant prices relatively to the ruling price and not a gain accruing through their use, or any kind of transformation effected in them or their transfer between different markets.<sup>17</sup>

A especulação é uma aposta em determinada alteração de valor relativo e pode, assim como a arbitragem, ser realizada com bens físicos. Por exemplo, é possível comprar um enorme estoque de algodão apostando na alta de seu preço. Ou adquirir um imóvel em área pouco habitada para obter os lucros da valorização. Ou vender a casa em que mora antevendo uma crise financeira nacional e conseqüente desvalorização dos imóveis.

---

<sup>16</sup> KEYNES, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, pp. 102

<sup>17</sup> KALDOR, Nicholas, *The Review of Economic Studies*, p. 1

Especular exige determinadas condições, o mercado alvo deve apresentar produtos homogêneos, duráveis e com baixo custo de armazenagem e manutenção. O mercado de capitais é, por conseguinte, cenário fértil para especulação. A teoria tradicional de economia de mercado, frequentemente, usa o mercado de capitais como melhor exemplo prático da presença dos pressupostos de concorrência perfeita: produto uniforme, informação disponível, atomização, pluralidade de agentes, entre outros. Em que pese não se identificarem perfeitamente, as oportunidades para especulação e os pressupostos da economia de mercado têm grande intersecção. Conclui-se, pois, que a oportunidade de especulação está presente em quase todo mercado em livre concorrência.

O que caracteriza, portanto, um negócio especulativo? É justamente a desvinculação do agente econômico em relação ao emprego de determinado insumo ou ativo. A diferença entre a fábrica têxtil que adquire algodão e o especulador é a intenção econômica. A fábrica têxtil obtém lucros empregando o algodão em sua linha de produção. O especulador pretende apenas vender o mesmo algodão a maior preço. Nas operações cotidianas, a distinção não é tão simples. Muitas vezes, a fábrica pode ser também o agente especulador, adquirindo mais algodão que o necessário – aposta da alta – ou menos, postergando suas compras como forma de aposta na baixa do preço.

Em linhas gerais, a especulação age sobre o mercado de forma semelhante à arbitragem. Quanto mais se especula, menor a oportunidade de outros agentes ou o mesmo investidor especularem com a mesma operação. Apostando na alta do preço, a empresa estoca determinado produto, retirando unidades que antes estavam a venda, quanto menos produto a venda, mais o preço tende a subir. Da mesma forma, quanto mais se aposta na redução do preço, vendendo ou mantendo baixos estoques, haverá mais produtos no mercado, pressionando o preço para baixo.

Assim como a arbitragem, o negócio especulativo, em regra, contribui para a alocação de recursos, levando-os de onde sobram – preço menor – para onde faltam – preço maior. O especulador, como vimos, não usa o produto adquirido, tampouco pretende que pereçam os produtos da aquisição enquanto integram seu patrimônio. Para realização de lucros, é preciso que o agente venda seu estoque especulativo, normalmente em um momento de alta de preços. Essa venda aumenta a quantidade de produto disponível e contribui para a redução do preço elevado. A especulação simples, portanto, contribui para a estabilidade dos preços.

A atividade especulativa, contudo, pode implicar efeitos adversos por sua influência na economia. Especialmente, quando a decisão especulativa é desinformada. As

variáveis macroeconômicas podem ser bastante sensíveis<sup>18</sup> a movimentos irracionais de mercado. Como exemplo, as variações de cotação da taxa de câmbio e do índice Ibovespa decorrentes do maior ou menor sucesso do processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff. Os fundamentos da economia não mudaram drasticamente em uma semana a justificar as oscilações havidas, mas uma crença na mudança da política econômica levou a um aumento do Ibovespa e uma redução da taxa de câmbio. Há um aspecto psicológico relevante no comportamento dos agentes<sup>19</sup>.

O mercado de capitais é muito sensível às expectativas da sociedade; e as expectativas são formadas fundamentalmente a partir da informação. A cada mudança de expectativa, variam os preços relativos dos ativos negociados, muitas vezes por meio de derivativos. Nesse sentido, a informação defeituosa ou o déficit de informação tem um efeito dramático sobre a especulação<sup>20</sup>. Quanto melhor a difusão da informação clara e precisa sobre um determinado derivativo, menores as oportunidades de especulação.

O contrato duplamente especulativo é equiparado ao jogo na Itália<sup>21-22</sup>. Isso porque carecerá de seriedade econômica – assim como a aposta e o jogo – o intento

---

<sup>18</sup>Como relata Posner, sobre programas de incentivo à economia, “More important, a stimulus program that reduces unemployment, even if only slightly, may increase economic activity by reducing the fear of the still employed of losing their jobs and by convincing people that the government is indeed determined to speed recovery from the depression. But unless carefully designed and limited in size, such a program, by increasing the national debt and therefore inducing expectations of higher taxes, inflation, devaluation, or other adverse future economic developments, may cause people to reduce their estimate of their permanent income and thereby curtail their spending.” POSNER, Richard, *La crisi della democrazia capitalistica*, p. 304

<sup>19</sup>“Economists need to curb their ideological preconceptions, but that is not enough. They will not have a good grasp of business-cycle economics until economics is fused with psychology (so Akerlof and Shiller are on the right track, though they are well short of their destination) and political science. The psychology of boom and bust and the political consequences of booms and (especially) busts are fundamental to understanding the business cycle, and to moderating it.” POSNER, Richard, *La crisi della democrazia capitalistica*, p. 332

<sup>20</sup>SARTORI, Filippo, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutela e prospettive MiFID in Rivista di diritto privato*, p. 53, chama a atenção para a chamada seleção adversa teorizada por Akerlof

<sup>21</sup>“La disciplina applicabile allo swap sarebbe modulata in ragione dell’intento delle parti; se la finalità è di copertura il contratto sarà meritevole di piena tutela; se le parti perseguono fini speculativi si applicherà la regola sui debiti di gioco; se la speculazione muove una sola delle parti, si garantisce, comunque, al contratto piena meritevolezza di tutela. La necessità che la finalità speculativa sia perseguita da entrambe le parti sembra confermata dalla nostra giurisprudenza di merito, la quale indaga se il contraente non mosso da intento speculativo ‘ammetta’ di conoscere scopi speculativi dell’altro; in caso positivo, si pronuncia per l’applicabilità della disciplina del gioco. Al di là dell’interrogativo che il caso concreto non può non porre all’interprete, – se la semplice conoscenza che una parte abbia dell’intento speculativo dell’altra sia idonea a superare i confini dell’art. 1935 c.c., o se la assenza di conoscenza possa alterare la funzione che un interesse obiettivato nell’affare è volto a realizzare – risulta, con tutta chiarezza, che il fine speculativo non emerge di per se stesso dall’atto.” CAPALDO, Giuseppina, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, p. 129

<sup>22</sup>No mesmo sentido, ao comentar decisão do Tribunal de Milão, ANGERETTI, Massimo, *Swap transactions ed eccezione di gioco in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 51

perseguido pelas partes. É preciso refletir sobre a seriedade da atividade especulativa, enquanto investimento, para determinar a ausência de propósito e o consequente tratamento como jogo. Ao contrário, há quem defenda, considerado o mesmo ordenamento italiano, que os swaps têm sempre propósito econômico defensável, ainda que seja de investimento especulativo<sup>23</sup>. O problema não é o jogo em si, uma vez que – mesmo o ordenamento italiano – autoriza loterias oficiais e apostas esportivas, mas o risco absolutamente artificial, criado apenas pela relação contratual e inexistente na economia real<sup>24</sup>. A solução de ineficácia por equiparação ao jogo será aplicável, por conseguinte, apenas em casos extremos.

Solução diversa é adotada em outros ordenamentos para maior segurança no mercado de capitais. Assim, como no Brasil – após a alteração legislativa, uma vez que o texto original é de inspiração italiana –, na França, Alemanha e Inglaterra, basta que o negócio seja realizado no mercado de valores mobiliários para afastar o enquadramento como jogo e aposta<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> “E allora, il giusto modo per tracciare un limite alla sfera di applicazione dell'art. 1933 c.c., non è quello di riferirsi all'animus del soggetto, ma non è neppure quello facente ricorso all'adagio ‘ciascuno si diverte come più gli piace’. Il punto è, in altre parole, che il gioco sotteso all'art. 1933 è soltanto quello in cui gli scommettitori si di-vertono, as-traendo da tutto ciò che è Altro rispetto al gioco stesso. E allora, la scommessa sulla pioggia o sul sole di domani ricade nella sfera di applicazione dell'art. 1933, giacché con essa (grazie ad essa) Tizio e Caio si di-staccano dal sole e dalla pioggia in quanto tali, dal sole e dalla pioggia così come intesi, studiati e concepiti in ogni altro contesto (nel mondo), che non sia quello del loro svago. In quest'ottica prospettica, i contraenti di un interest rate swap o di un domestic currency swap, quand'anche, in specifico, manchi una posizione sottostante di rischio su valute o tassi, fanno riferimento a fatti, dati ed eventi, i quali conservano una rilevanza e un significato ben preciso - e inalterato - anche al di fuori del contratto di swap: le variazioni di un tasso d'interesse variabile (in ambito finanziario), così come il grafico del cambio lira-marco (ad esempio), interessano, in quanto tali, migliaia (se non milioni) di operatori economici in Italia e nel mondo, di soggetti attivi nelle c.d. international business transactions. Lo stesso non può certo dirsi per la giornata aprica o piovosa di quella specifica città, con riguardo alla quale, nell'esempio di cui sopra, gli scommettitori hanno giocato.” GIULIANI, Federico Maria, Negli swap manca l'intento ludico in *Diritto e Pratica Tributaria*, p. 1072

<sup>24</sup> “A ben vedere, tuttavia, quello che emerge dalla normativa di cui agli artt. 1933-1935 Codice civile non è tanto un disfavore dell'ordinamento nei confronti della speculazione in sé quanto un atteggiamento di neutralità verso i patti che ricollegano i propri effetti a rischi artificiali, ai quali cioè le parti risultano soggette solo in virtù del patto stesso; tale valutazione, che porta a negare azione al contratto, viene superata quando il rischio si lega a eventi socialmente apprezzabili (lo sport) che l'attività di scommessa indirettamente incentiva; oppure in presenza di una organizzazione regolamentata (la lotteria autorizzata) che permetterebbe di realizzare interessi degni di tutela attraverso la gestione controllata dei rischi.” FERRARIO, Michele, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa in I contratti*, p. 264

<sup>25</sup> “La scelta adottata in Francia, Germania ed Inghilterra in merito alla tutela dei prodotti derivati, prescinde dall'esame delle caratteristiche del singolo prodotto (negoziabilità su base uniforme, o che abbia ad oggetto contratti di borsa) per concentrarsi, invece, sull'intermediario: se lo swap è stipulato con un intermediario mobiliare abilitato nell'esercizio della sua attività professionale, in conformità alle disposizioni di legge in materia di intermediazione mobiliare, allora l'operazione gode di piena tutela anche se eseguita per fini speculativi. Viene così realizzata una tutela del risparmiatore pur non rinunciando ad un controllo sugli intermediari e favorendo, allo stesso tempo, lo sviluppo di un mercato finanziario globalmente integrato.” ANGERETTI, Massimo, *Swap transactions ed eccezione di gioco in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 58

Na perspectiva do investimento, especialmente do binômio risco-retorno, a especulação é bastante semelhante a qualquer outra atividade empresarial:

Hence speculative gains are very much of the same order as other kinds of entrepreneurial gains; they are earned, similarly to the profits of wholesalers or retailers, as a result of the transference of goods from less important to more important uses.<sup>26</sup>

A tentativa de identificar a especulação se assemelha às famigeradas discussões sobre a vontade real ou a boa-fé subjetiva. É bastante difícil e, portanto, pouco útil como pressuposto para produção de diferentes efeitos jurídicos, distinguir derivativos celebrados com o intuito de arbitragem, *hedge* e especulação. Há casos célebres como o de Nick Leeson que – autorizado a realizar operações de arbitragem – acabou comprometendo significativo patrimônio em operações especulativas, culminando com a quebra do banco Barings<sup>27</sup>. Apesar de tratar-se de caso de fraude, prova da dificuldade de distinção está na qualidade do Barings, banco mais antigo da Inglaterra, de sólido sistema financeiro.

Em suma, a despeito dos efeitos negativos, não se cogita proibir a especulação, sobretudo porque sua natureza se confunde com empreendedorismo, apostar em busca de resultados é o motor da atividade empresarial. Proibir a especulação contraria o princípio da livre iniciativa<sup>28</sup>.

#### 1.4. Transferência de riscos

Considerando as aplicações acima descritas, a função econômica comum aos derivativos é a transferência de risco<sup>29</sup>. A inovação trazida pelos derivativos em comparação

---

<sup>26</sup> KALDOR, Nicholas, *The Review of Economic Studies*, p. 1

<sup>27</sup> HULL, John C., *Option, Futures and other derivatives*, p. 15, “Derivatives are very versatile instruments. They can be used for hedging, speculation and arbitrage. One of the risks faced by a company that trades derivatives is that an employee who has a mandate to hedge or to look for arbitrage opportunities may become a speculator. Nick Leeson, an employee of Barings Bank in the Singapore office in 1995, had a mandate to look for arbitrage opportunities between the Nikkei 225 futures prices on the Singapore exchange and those on the Osaka exchange. Over time Leeson moved from being an arbitrageur to be a speculator without anyone in the Barings London head office fully understanding that he had changed the way he was using derivatives. He began to incur losses, which he was able to hide. He then began to take bigger speculative positions in an attempt to recover the losses, but only succeeded in making the losses worse.”

<sup>28</sup> Cfr. com Constituição Federal, art. 170, “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...)”

<sup>29</sup> “Alla luce degli sviluppi registrati dal mercato dei derivati, le principali motivazioni sottostanti alla domanda di tali strumenti innovativi sembrano riconducibili a un duplice bisogno: quello di disporre di strumenti che facilitino la riallocazione dei rischi di mercato e quello di poter contare su accresciute condizioni di liquidità

às demais operações econômicas está na redução dos custos de transação, especialmente porque se dissocia o risco da propriedade da coisa. É dispensável, pois, ser proprietário ou possuidor para correr um risco inerente à propriedade de coisa. Assim, se comparado como outros meios de realização do mesmo negócio, o derivativo apresentará menor custo de transação.

Decorre da alocação legislativa de riscos com o fornecedor o dever de informar sobre os potenciais danos decorrentes do uso dos produtos<sup>30</sup>. Nas relações em que ausente a vulnerabilidade de uma das partes, nas quais prevalece o equilíbrio e se pressupõe a igualdade material entre as partes, ainda persiste o dever de informar. Em regra, a parte que assume o risco é especialista naquela atividade econômica. Ou a parte tomadora do risco tem operação equivalente e contrária em sua operação ordinária – *hedge* – ou acredita ser mais proficiente que a contraparte na gestão daquele risco – especulação.

Em qualquer caso, o fundamento do dever de informar nas relações contratuais tem aplicação na formação do contrato, especialmente no contrato derivativo em que a informação é o principal insumo para avaliação adequada do risco. Como em qualquer contrato, não se pode compreender adequadamente o objeto sem a informação adequada. Todavia, nos contratos diferenciais, em especial os derivativos financeiros, o objeto se desmaterializa e depende dramaticamente da informação para avaliação pelas partes.

A informação deve ser suficiente e adequada para compreensão do completo funcionamento do contrato derivativo. A forma de variação dos preços ou índices, bem como o seu respectivo impacto para o cálculo dos resultados do contrato, deve estar clara e acessível às partes. Formulários e resumos devem ser analisados perfunctoriamente para conclusão acerca de sua completude. Se o resumo do contrato ofertado para tomada de decisão sobre a contratação deixar de revelar qualquer dado ou regra necessários aos cálculos dos resultados do derivativo, houve violação do dever de informar.

O dever de informar é, nesse sentido, limitador ao exercício do oportunismo comercial. Livrando-se da carga semântica quase pejorativa atribuída ao oportunismo, pode-se descrevê-lo como comportamento paralelo ao empreendedorismo e à livre iniciativa. Com efeito, empreender pressupõe acreditar na possibilidade de ganhos superiores à taxa livre de risco. Assim, empreender é aproveitar uma oportunidade.

---

dei mercati in valori mobiliari.” RIOLO, Franco, I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari, p. 47

<sup>30</sup> TOMASETTI JR., Alcides, Doutrinas Essenciais - Responsabilidade Civil, p. 85.

Na formação dos contratos comutativos, o confronto das tentativas de aproveitar a oportunidade negocial é bastante evidente. Nos derivativos – contratos aleatórios – a equivalência das oportunidades é dada pelos mecanismos de precificação de risco. Assim como nos contratos comutativos, o viés de expectativa das partes se contrapõe. Enquanto o vendedor de futuro de milho acredita na baixa do preço, o comprador espera a alta<sup>31</sup>. A tentativa exaustiva de transmitir e fazer o vendedor compreender as informações que levaram o comprador à expectativa de alta de preço, e vice-versa, serve apenas para tornar inviável o contrato.

As informações quanto ao objeto do contrato, portanto, podem ser divididas em dois grupos: (i) as atinentes ao funcionamento do contrato; (ii) as informações conjunturais que as partes usam para compor a sua expectativa de variação de preço do ativo subjacente. Retomaremos essa tentativa de classificação adiante, considerando o conceito de *emptio spei* adiante debatido.

Importa fixar a transferência de risco como causa-típica<sup>32</sup> dos contratos derivativos. Vale dizer, todo contrato derivativo tem como função social e econômica a transmissão de um ou mais riscos de uma parte a outra. Contudo, como já aventado, a causa abstrata ou causa-típica pouco contribui para avaliação da legitimidade do contrato. É a causa concreta, de apuração mais complexa e dependente de elementos externos ao contrato, que permitirá o sopesar dos interesses das partes e, por conseguinte, a avaliação de mérito sobre a validade e eficácia do contrato.

Nesse sentido, podemos estabelecer o *hedge* como a mais nobre função concreta, ou gênero de funções concretas, dos contratos derivativos. No outro extremo está a especulação, conforme já debatido, capaz de criar riscos antes inexistentes. E, em posição intermediária, a arbitragem, que carrega elementos das outras funções – ao mesmo tempo que pretende produzir vantagem econômica, apresenta um limitador de risco como o *hedge*, pela contratação de posições contrapostas.

---

<sup>31</sup> Da mesma forma, a descrição de um contrato de swap, indica as posições contrapostas e o equilíbrio entre as posições assumidas por cada parte: “Secondo le convenzioni di linguaggio adottate dagli operatori, il compratore dello swap (swap buyer) si impegna ad effettuare pagamenti a tasso fisso in cambio di pagamenti a tasso variabile; egli è in posizione corta sul fisso e lunga sul variabile. Simmetricamente, il “venditore” dello swap (swap seller) si impegna a effettuare pagamenti a tasso variabile in cambio di pagamenti a tasso fisso; egli ha una posizione lunga sul fisso e corta sul variabile.” ANGELINI, Eliana, I mercati e gli strumenti finanziari di borsa: aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano, p. 197

<sup>32</sup> Cfr. supra

## 1.5. Causa concreta nos contratos derivativos

Antes de analisar a causa concreta nos derivativos, é preciso indagar sobre sua eventual abstração. Em que pese a já defendida importância da causa para análise dos negócios jurídicos, o ordenamento reconhece alguns negócios – notadamente os de atribuição patrimonial – como abstratos<sup>33</sup>. O melhor exemplo são os títulos de crédito. Diz-se que a causa concreta – ou seja, a função econômico-social – do título de crédito é a própria atribuição patrimonial. A abstração se dá, portanto, em relação ao negócio subjacente.

Trata-se de situação excepcional em que o Direito exige uma série de formalidades para admitir a força executiva de determinados negócios, como os títulos de crédito, independentemente da causa original da relação de crédito<sup>34</sup>. Assim, a causa do título de crédito é a atribuição patrimonial, a causa da atribuição patrimonial – desimportante para validade e eficácia do próprio título – é outro negócio de natureza qualquer. Uma das razões para o reforço de segurança jurídica está na macro função de circulação de riqueza. Qualquer endossatário de título de crédito razoavelmente diligente se recusaria ao recebimento do título, caso fosse possível a um endossante anterior ou ao emitente do título opor ao direito de crédito um defeito inerente à relação jurídica original<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> “Ciò premesso, deve ribadirsi che il negozio c. d. astratto può prospettarsi solo in tema di attribuzioni patrimoniali e ancora rilevarsi che ogni spostamento patrimoniale postula a sua volta una causa. Normalmente questa causa dell’attribuzione risulta dalla funzione stessa del negozio patrimoniale; ma è innegabile l’interesse pratico di un negozio che quella causa non menzioni e possa dunque, prescindendo dalla complessa situazione in cui s’inserisce, realizzare immediatamente il fine dell’attribuzione.” SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 254

<sup>34</sup> “In particolare, la categoria del negozio astratto è senz’altro fondata nella realtà, ma il nostro ordinamento assume per chiari segni un atteggiamento ad essa contrario, riconoscendo solo per qualche figura – per cui impone altresì pesanti requisiti formali – una limitata astrazione. Posto che il diritto determina quali negozi siano meritevoli di tutela, in ordine alla funzione che perseguono, si spiega perfettamente, senza bisogno di ricorrere alla costruzione della causa, come esso possa ammettere negozi astratti solo in linea eccezionale.” SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 256

<sup>35</sup> “Passando à abstração material, cumpre salientar, preliminarmente, a necessidade de tratar, distintamente, da “causa do negócio”, e da “causa da atribuição patrimonial”. A doutrina e a jurisprudência falam corretamente em causa do contrato ou, de um modo mais geral, em causa do negócio jurídico, encarando, assim, o elemento prático do negócio, a sua função econômico-jurídica específica. [...] É evidente que a cambial e os títulos de crédito, em geral, têm uma função economicamente bem relevantes a de permitir a mobilização e a circulação da riqueza. E é evidente que as partes, ao recorrerem à criação de um título de crédito, são movidas constantemente pelo interesse de poder, assim, mobilizar seu direito. É justamente porque reconhece a licitude e a utilidade desse interesse que o sistema jurídico põe à disposição das partes o instituto de crédito. Mas essa função, nos títulos cambiários, preenche concretamente as mais diversas finalidades de que o negócio abstrato prescinde, apresentando-se, assim, como um modelo em que e ser moldada qualquer substância.” ASCARELLI, Tulio, Teoria Geral dos Títulos de Crédito, p. 129-133



A disciplina dos derivativos, especialmente quando classificados como valores mobiliários, também impõe requisitos formais importantes para dar segurança à circulação<sup>36</sup>. Nesse sentido, discutir-se-á adiante a oposição de um princípio originado na equidade e boa-fé – preferência da substância sobre a forma – com a necessidade de segurança para circulação.

Com base no anteriormente exposto, é preciso dividir os derivativos em dois gêneros bastante diversos: (i) os contratos de massa, padronizados e negociados em bolsa ou mercado organizado; (ii) os contratos customizados, negociados individualmente com empresas. O segundo gênero não se destina à circulação, mas os direitos de crédito dele decorrentes podem ser objetos de securitização para transferência do risco a terceiro. Para a negociação dos contratos de massa são exigidos uma série de requisitos, inclusive a manutenção de depósitos de garantia de adimplemento.

A informação sobre tais contratos é bastante difundida e há um conjunto de entidades, notadamente as bolsas de valores, câmaras de compensação e liquidação, e corretoras, com experiência na negociação dos referidos instrumentos. Inclusive quanto à circulação, esses contratos são tratados sob a disciplina dos valores mobiliários, que impõe uma série de restrições e visa garantir aos investidores níveis razoáveis de segurança. Por conseguinte, parece razoável tratar os contratos derivativos de massa como instrumentos abstratos, cuja causa concreta é a transferência de risco por meio de liquidação financeira das posições<sup>37</sup>.

As razões que levaram as partes a contratar, ou seja, a adquirirem esses valores mobiliários devem ser irrelevantes para análise da eficácia, em sentido amplo, desses contratos. Outras questões – externas ao contrato derivativo de massa – podem ser debatidas, como o contrato que regula a relação entre cliente e corretora de valores. Todavia, permitir às partes opor seus interesses individuais para questionar a eficácia, ainda em sentido amplo,

---

<sup>36</sup> Por exemplo, no direito Italiano, o TUF estabelece, em seu artigo 23, a obrigatoriedade de dar um contrato escrito para o investidor (lembrando que as contratações podem ocorrer de forma verbal ou eletrônica). Guido Alpa e Capriglione destacam a importância da norma para a circulação, – ALPA, Guido e CAPRIGLIONE, Francesco, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, p. 257

<sup>37</sup> Em razão da abstração, há uma identificação da causa concreta com a causa-típica, ou seja, a transferência e gestão de riscos financeiros, “La gestione del rischio finanziario, ovvero la causa realizzata attraverso il contratto di swap è, quindi, socialmente tipica e risponde ad un’esigenza pratica legittima, comunemente ammessa dalla coscienza sociale (77). L’elevata volatilità dei parametri monetari che questi strumenti sono volti a gestire, li rende, peraltro, particolarmente rischiosi e richiede un adeguato sistema di protezione. Il legislatore si è dato carico di fissare tutele in favore dei clienti e regole in capo agli intermediari, tali da conciliare sia l’esigenza della stabilità del mercato che la tutela del risparmio.” CAPALDO, Giuseppina, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, p. 211

de contratos derivativos de massa afronta diretamente a função de circulação de risco e teria efeitos nefastos para o mercado organizado.

Para os derivativos *sob medida* celebrados entre empresas, entre as quais frequentemente<sup>38</sup> uma delas é uma instituição financeira, outra interpretação deve ser adotada em relação à causa concreta.

VIGORITI prevê três hipóteses de questionamento do contrato em razão da divergência da causa concreta no direito italiano<sup>39</sup>: (i) comportamento inadequado das partes na fase pré-contratual relativo à falta de informação adequada sobre os riscos do contrato, nesta hipótese, o contrato permanece válido e se resolve em perdas e danos; (ii) resolução do contrato por vício *aliud pro aliu datum*, ou seja, por entrega de coisa tão diversa da pactuada que inútil ao adquirente, o próprio autor reconhece a rara possibilidade de aplicação desta hipótese em razão de a coisa pactuada ser o próprio contrato derivativo; assim, a possibilidade de divergência é reduzida; (iii) anulação do contrato por ausência de causa.

A causa analisada de forma abstrata conduziria à impossibilidade de anulação pela mesma razão do caso anterior. Um contrato derivativo sempre transfere risco; se a causa se limitar à transferência de risco – dimensão abstrata da causa – conforme descrita no contrato, o contrato jamais seria anulado por essa razão<sup>40</sup>. É preciso recorrer a elementos externos para compreender a causa concreta que levou a parte a contratação, com todas as dificuldades daí decorrentes.

O problema da causa concreta do negócio está na identificação dos objetivos da parte com a contratação. Exceto se expressamente declarado no contrato ou, como no caso da empresa que contrata *hedge* para uma operação precedente realizada com o mesmo banco, os contratantes tenham suficientes elementos para tanto, a identificação da finalidade e dos objetivos da contratação é tarefa tortuosa<sup>41</sup>.

---

<sup>38</sup> CAPUTO NASSETTI, Francesco, Gli strumenti finanziari derivati: contratti e regime giuridico in Rivista bancaria, p. 87, observa que nada impede que o derivativo seja contratado entre duas empresas não financeiras.

<sup>39</sup> VIGORITI, Luigi G., Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 145

<sup>40</sup> “In ogni caso, comunque, i motivi che hanno indotto le parti a contrarre, siano essi di copertura di un preesistente rischio di cambio o di mera speculazione, dovrebbero essere ininfluenti nell’esame della definizione del contratto. La causa del contratto (il contenimento dei rischi di consegna e dei relativi costi) si realizza indipendentemente dal fatto che una o entrambe le parti abbiano contratto per motivi di copertura o speculazione. La causa tipica di una compravendita di divisa (lo scambio di divisa contro prezzo) non muta se una o entrambe le parti abbiano concluso il contratto soltanto per speculare sul corso dei cambi!” CAPUTO NASSETTI, Francesco, Della causa del contratto di swap domestico in Studium iuris, p. 252

<sup>41</sup> VIGORITI, Luigi G., Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 144, “Se da un punto di vista teorico le diverse funzioni sono chiare, nella realtà le finalità di copertura e/ o speculazione non sono facili da isolare. Esse infatti riguardano le ragioni per

Partindo da premissa de transferência de risco, é preciso ter claro que risco se pretendia transferir e com que abrangência. Por exemplo, no difundido caso da Sadia, era bastante claro que os gestores da empresa especulavam. Isso porque, a soma do valor de referência dos derivativos de câmbio mantidos em carteira superava bastante o volume de exportações a receber. Assim, é inaceitável sugerir que administradores experientes não vislumbrassem o desalinhamento entre os valores abrangidos pelos derivativos e com a operação da empresa e, por conseguinte, o risco decorrente. Nesse sentido, pode-se dizer que o problema da causa deve ser analisado com um todo, considerando eventualmente diversos contratos destinados a um determinado fim<sup>42</sup>.

Há casos em que o contrato não desempenha nem sequer a função especulativa, ocasionando quase certamente perdas para o cliente<sup>43</sup>. Nessa hipótese, a anulação por ausência de causa-concreta, vício do consentimento ou ainda desequilíbrio genético entre os riscos trocados é relativamente tranquila: não se pode tomar como razoável que alguém tenha celebrado um contrato com a simples finalidade de perda patrimonial. A dificuldade está na confusão entre *hedge* e especulação<sup>44</sup>. Isso porque, o investidor que especula espera, ou deveria esperar, perdas; enquanto o contratante de *hedge* pretende simplesmente eliminar a possibilidade de perdas e, por consequência, ganhos em razão da variação do preço do ativo a que se refere o contrato. Assim, a parte que pensava contratar *hedge*, mas, de fato, foi

---

cui le parti stipulano il contratto, per cui può benissimo accadere, e sovente accade, che in un contratto derivato, come invero in ogni altro contratto, non siano affatto chiare le motivazioni per cui è stato posto in essere da ciascuna delle parti; oppure che le finalità perseguite risultino talmente complesse e intrecciate che nel merito di vendita impossibile distinguerle.”

<sup>42</sup> “Il dissenso può muovere da una differente ed abbastanza ovvia impostazione di fondo, secondo la quale l’operazione economica deve essere valutata nel suo complesso. Ne segue che la nullità o, comunque, l’invalidità ovvero ancora il vizio del contratto posto a monte, può determinare l’inefficacia, nelle sue diverse forme, del contratto posto a valle. Così, ad esempio, il contratto in frode alla legge è tale non perché realizza uno schema in sé vietato dalla legge, ma perché in concreto, e se del caso in combinazione con altri contratti, persegue uno scopo non voluto dalla legge. Laddove un contratto si pone quale antecedente non soltanto temporale ma anche logico del successivo, l’inefficacia comunque determinata del primo rende vano il secondo per le parti o una di esse” RUSSO, Andrea, Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento in Diritto e giurisprudenza, p. 414

<sup>43</sup> “E - potremmo aggiungere - ove sia pressoché inesistente o comunque remotissima la possibilità di liquidazioni periodiche di differenziali di tassi a favore del cliente, il contratto non assolverebbe neppure ad alcuna funzione speculativa per mancanza di alea, essendo pressoché certo il maturare di perdite a danno del cliente e di guadagni a favore della banca.” SINCLAIR, Euan, Volatility Trading, p. 354

<sup>44</sup> A alegação de confusão entre *hedge* e especulação é frequente causa de pedido de anulação do contrato derivativo, por exemplo, nos tribunais italianos, “Quindi il cliente insorgeva contro la banca, convenendola in giudizio e lamentando di non essere stato adeguatamente informato sul funzionamento e sulla reale finalità (speculativa e non di copertura) del contratto sottoscritto, rivelatosi idoneo a produrre perdite esponenziali, potenzialmente incontrollabili ed illimitate.”, BONTEMPI, Paolo, Gli obblighi di trasparenza dell’intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 347

incapaz de transferir o risco que pretendia com determinado derivativo, provavelmente estava mal informada. Resta determinar se a desinformação é atribuível à contraparte ou à negligência da própria prejudicada.

Para invocar a proteção atrelada ao desvio de causa concreta de forma inequívoca, a parte deve informar, de preferência por meio passível de futura comprovação, a causa concreta que a levou a contratar. A comunicação CONSOB DI/99013791 del 26-2-1999, em resposta à consulta, afirma que serão regulados como derivativos de *hedge* as operações com as seguintes características<sup>45</sup>: (i) declarem expressamente que se destinam a cobertura de uma outra posição do cliente; (ii) apresentem elevada correlação com a posição garantida; (iii) sejam adotados procedimentos internos de controle para garantia das condições supra.

Tratando-se de derivativos não uniformes, normalmente criados para atender à necessidade específica de um cliente da instituição financeira, acreditamos razoável pensar que o banco inclua entre os procedimentos que precedem a contratação a análise da causa concreta do contrato, com o reforço documental possível.

O procedimento se assemelharia ao reforço da declaração de investidor qualificado<sup>46</sup>. Além da declaração, fica a instituição financeira obrigada a verificar se não mantém em seus arquivos informações contraditórias com o alegado pelo cliente. Entre duas empresas vale a mesma regra, qual seja: o exame da relação precedente mantida entre as partes.

Fixando os limites da discussão nos contratos derivativos não padronizados: de um lado, temos a irrelevância da causa concreta sempre que não for possível inferir a sua existência das condições que cercam o contrato ou de declaração expressa da parte; de outro lado, todo contrato tem uma causa concreta para cada parte, que deverá ser levada em conta no julgamento dos efeitos do negócio. A primeira baliza se aproxima da segurança jurídica e a segunda da justiça contratual.

No desenvolvimento ulterior do trabalho, analisaremos como a informação trocada pelas partes influencia a interpretação de acordo com a causa concreta do negócio, para sugerir delineamentos do dever de informar como meio prático de proteger a utilidade do contrato para as partes contratantes.

---

<sup>45</sup> Disponível em [http://www.consOb.it/main/documenti/bollettino\\_normativa/99013791.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=1](http://www.consOb.it/main/documenti/bollettino_normativa/99013791.htm?hkeywords=&docid=0&page=0&hits=1)

<sup>46</sup> Ver item XX sobre o tema.

## 2. NATUREZA JURÍDICA DOS CONTRATOS DERIVATIVOS

### 2.1. Autonomia da privada

A sociedade moderna é resultado indiscutível dos ideais burgueses promovidos pela Revolução Francesa de 1789. A organização social, no regime antes vigente, implicava baixa mobilidade social, na típica sociedade estamental. O regime jurídico, portanto, poderia se basear na posição social ocupada por cada cidadão. Posição esta normalmente conhecida e determinada pelo nascimento, em um regime pouco fluido de títulos de nobreza. À burguesia não interessava absolutamente a manutenção de sistema jurídico baseado nos títulos nobiliárquicos que não possuía.

A ordem jurídica pós-revolucionária deveria ser claramente diversa. O desenvolvimento do direito teve como pressupostos a igualdade – revogando os privilégios da nobreza – e a liberdade, livrando a nova classe economicamente ascendente das amarras e limitações do período medieval. O novo Direito deixa de restringir a atividade econômica e, portanto, exalta a autonomia privada. É no contrato que a autonomia privada tem sua máxima expressão, como notou Maine, ao cunhar a Lei de Maine: do status ao contrato<sup>47</sup>.

A promulgação do Código de Napoleão, em 1804, marcou definitivamente o desenvolvimento do direito privado, com a célebre definição dos efeitos do contrato:

Article 1134

Les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites.

De um lado, o art. 1134 do *Code Civil* estabelece que a autonomia privada é equiparável à Lei na capacidade de criar obrigações; de outro lado, enuncia o princípio da relatividade, outra expressão da liberdade. Apenas quem voluntariamente decidiu se vincular a determinada relação obrigacional pode estar sujeito a seus efeitos. O mesmo conceito está presente ordenamento brasileiro contemporâneo. Não é possível celebrar “estipulação em desfavor de terceiro” ou uma “cessão de dívida”, sempre se exige que a parte a figurar no polo passivo da obrigação assuma voluntariamente a posição de devedor.

A autonomia privada como expressão da liberdade domina o direito privado do século XIX. As reações filosóficas à prevalência da liberdade, com representação mais importante nos estudos de Marx e Engels, resultam na publicação do manifesto comunista

em 1848 e da série de livros que compõem a obra *O Capital* a partir de 1867. Na metade do século XIX, já se constatava claramente os resultados sociais da revolução industrial, o desenvolvimento das relações de trabalho no novo modelo de produção – capitalista-burguês – deixava bastante evidente a possibilidade de abuso na relação contratual com respaldo na autonomia da vontade. Isto é, o empregador, ou detentor dos meios de produção na construção marxista, em razão de sua posição econômica privilegiada, terminava por retirar quase totalmente a liberdade da contraparte. O empregado celebraria o contrato em boas, más ou péssimas condições, porque sua subsistência dependia da alimentação ou da moradia fornecida pelo empregador.

O modelo liberal como originalmente concebido entra em crise, muito por conta da pressão social sobre as partes hoje intituladas hipossuficientes. Surgem, no século XX, os marcos importantes da relativização do modelo liberal. Não por acaso, a Alemanha miserável e arrasada pela Primeira Guerra Mundial é o cenário ideal para promulgação da constituição social de Weimar em 1919. A crise do modelo liberal é indiscutível<sup>48</sup>, a autonomia privada plena é substituída por uma autonomia temperada pela interferência estatal. Outros fatos históricos contribuem para incentivar a ingerência do Estado na autonomia privada, tais como a Crise econômica mundial de 1929, iniciada pela quebra da Bolsa de New York; a publicação da obra de KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, que estabelece as bases conceituais do estado social para economia; a nova crise alemã no período que sucede a Segunda Guerra Mundial; e a revolução russa de 1917.

Da mesma forma que a conjuntura mundial pós revolução francesa incentivou a disseminação da autonomia privada no século XIX, no século XX, percebia-se claramente a necessidade de limitar a liberdade de contratar em prol de outros valores. Antes a justiça contratual equivalia à exata aplicação do estabelecido no contrato<sup>49</sup>; agora, no novo paradigma, o contrato que reduz uma das partes à miséria, atenta contra sua saúde ou sua dignidade é considerado injusto, e merece revisão antes de ganhar eficácia judicial.

---

<sup>48</sup> “Di fronte al crollo della vecchie certezze, alle nuove tendenze sociali emergenti nella legislazione e soprattutto nelle scelte della giurisprudenza crollano dogmi e miti: ‘Neppure vale riportare innanzi l’idolo della libertà anch’esso invecchiato. L’orgia che se n’è fatta dopo la Rivoluzione Francese e che caratterizza il secolo XIX, dopo aver a lungo inebriati gli spiriti, li ha lasciati stanchi e delusi, di fronte agli abusi che nasconde.’” VITO, Velluzzi, *L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari*, p.72

<sup>49</sup> ANDRADE, Darcy Bessone de Oliveira, *Do Contrato*, p. 31, “Segundo a doutrina clássica, o contrato é sempre justo, porque, se foi querido pelas partes, resultou da livre apreciação dos respectivos interesses pelos próprios contratantes. Teoricamente, o equilíbrio das prestações é de presumir-se, pois.”

A autonomia da vontade é restrita com o desenvolvimento da ideologia nacional-socialista na Alemanha e depois na Itália<sup>50</sup>:

A velha imagem do contrato, construída sobre a ideia de liberdade individual e de igualdade jurídica como reflexo da igualdade natural entre os homens, devia desaparecer: os homens (e os povos) são naturalmente desiguais, e esta desigualdade entre ‘superiores’ e ‘inferiores’ deve ser sancionada pela lei (legislação racial).

Felizmente, não prosperaram as iniciativas de tratar desigualmente as partes com fundamento na etnia diversa. Contudo, sobrevive a ideia de que as partes podem ser diferentes em capacidades e forças. A autonomia da vontade é o fundamento de validade dos negócios jurídicos, as partes se obrigaram porque são livres para fazê-lo e assim decidiram<sup>51</sup>. Ao se reconhecer a desigualdade entre as partes e o possível exercício de poder de uma sobre a outra, abala-se o dogma da liberdade plena. Em verdade, o empregado miserável não é livre para decidir se aceita ou não o contrato de trabalho, em caso de recusa será privado de alimento, calefação e moradia. Em outras palavras, do contrato depende a continuidade de sua vida. De forma irônica, o exercício de um padrão mínimo de liberdade pela parte hipossuficiente depende, nesses casos, de uma limitação da liberdade da parte suficiente.

Importante perscrutar o fundamento da liberdade: trata-se de direito assegurado pelo estado após a prevalência da ideologia burguesa-liberal pós Revolução Francesa ou a liberdade é imanente ao ser humano? Em outras palavras, é importante determinar se os particulares naturalmente podem dispor sobre seus compromissos futuros ou esse poder surge a partir do Estado organizado. Betti descreve a realização de contratos primitivos, anteriores à organização do Estado<sup>52</sup>. A autonomia da vontade decorre, pois, da

---

<sup>50</sup> ROPPO, Enzo, trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, *O Contrato*, p. 55

<sup>51</sup> “A autonomia da vontade ou autonomia privada consiste no poder reconhecido aos particulares de auto-regulamentação dos seus interesses, de autogoverno da sua esfera jurídica. Significa tal princípio que os particulares podem, no domínio da sua convivência com os outros sujeitos jurídico-privados, estabelecer a ordenação das respectivas relações jurídicas.” PINTO, Carlos Alberto da Mota, *Teoria geral do direito civil*, p. 89

<sup>52</sup> “Os negócios jurídicos têm a sua gênese na vida de relações: surgem como actos por meio dos quais os particulares dispõem para o futuro, um regulamento obrigatório de interesses das suas recíprocas relações, e desenvolvem-se, espontaneamente, sob o impulso das necessidades, para satisfazer diversíssimas funções econômico-sociais, sem a ingerência de qualquer ordem jurídica.

Pense-se, antes de mais, no contrato que realiza sob a forma mais rudimentar, a função da troca de mercadorias: a permuta. É inegável que vemos universalmente praticada, até por tribos selvagens, entre as quais não há quaisquer vestígios de um estado, tanto nas relações entre elas, como nas relações com os povos civilizados. Vemos que não obstante a falta de um ordenamento superior, as negociações que antecedem a conclusão do contrato são conduzidas com escrupulosa correcção, e que, obtido o acordo, ambas as partes mostram, ao

liberdade do homem. Todavia, a execução do acordo livremente estabelecido e descumprido dependerá do uso da força. Com a evolução da organização social, convencionou-se eliminar a autotutela e atribuir ao Estado o monopólio do uso da força. Por conseguinte, apesar de a liberdade ser natural, a execução dos contratos como conhecemos hoje – que não deixa de ser uma restrição ao comportamento livre – depende de um poder exercido pelo Estado organizado, por meio do poder judiciário.

Assim, ao contrário do ordenamento português<sup>53</sup>, por exemplo, o direito brasileiro não chegou a expressar o princípio da liberdade, mas só o referiu para impor limitações, como se fosse pressuposto:

Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Questão relevante para o presente estudo está no privilégio da vontade real ou vontade declarada. A vontade íntima, não declarada ao exterior, é de difícil apreensão pelo direito, pois fica adstrita ao próprio indivíduo não afetando suas relações jurídicas. Entretanto, há casos em que a vontade declarada é manifestamente incompatível com o querer do indivíduo. Nessas hipóteses, prevalecerá a vontade real, ainda que diversa da declarada<sup>54</sup>. Darcy Bessone afirma que os ordenamentos não adotam solução uniforme para divergência entre vontade declarada e real. A segurança jurídica demanda que prevaleça a vontade declarada<sup>55</sup>.

O ingrediente catalisador da divergência entre vontade real e vontade declarada é justamente a assimetria informacional. A parte pode declarar a vontade de contratar, considerando determinada conjuntura que julgava conhecer, enquanto teria outra vontade real se dispusesse de informação mais completa acerca das condições que cercavam o contrato.

---

concluir o contrato, plena consciência do seu valor vinculativo.” BETTI, Emilio, Teoria geral do negócio jurídico, pp. 88-89

<sup>53</sup> CC Português, Art. 405. (Liberdade contratual)

1. Dentro dos limites da lei, as partes têm a faculdade de fixar livremente o conteúdo dos contratos, celebrar contratos diferentes dos previstos neste código ou incluir nestes as cláusulas que lhes aprover.

2. As partes podem ainda reunir no mesmo contrato regras de dois ou mais negócios, total ou parcialmente regulados na lei.

<sup>54</sup> Cfr. CC, Art. 112. Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem.

<sup>55</sup> ANDRADE, Darcy Bessone de Oliveira, Do Contrato, pp. 36-38



Já no início do século XX, Rudolf Hilferding constata que a oposição entre força de trabalho e detentores dos meios de produção seria menos importante que a dicotomia entre capitalismo financeiro e capitalismo industrial<sup>56</sup>. Em linhas gerais, o setor financeiro se afirmava indispensável sob o ponto de vista estrutural, porque permitia conformar os desequilíbrios e flutuações decorrentes da inovação tecnológica, bem como sob o ponto de vista estratégico, ao converter a poupança dos trabalhadores em capital disponível para a produção<sup>57</sup>. Assim, na segunda fase do capitalismo industrial, o centro da economia passa rapidamente de uma troca de força de trabalho por salário para a liquidez monetária e a pronta alocação do capital recém disponibilizado<sup>58</sup>. A modificação da produção econômica, com a crescente importância da velocidade e eficiência de circulação da riqueza e da alocação imediata de recursos, deu, ao mercado financeiro, a importância atual. Por conseguinte, contribui para extrema “tecnicização” do instrumento contratual<sup>59</sup>.

O grande desenvolvimento dos contratos derivativos é resultado, fundamentalmente, do desenvolvimento do capitalismo financeiro e da importância crescente da rápida alocação de recursos para o desenvolvimento econômico. Nesse contexto, visto o derivativo como promotor da eficiência na alocação de recursos, a informação assume papel central da afirmação desta macro função econômica, assim como

---

<sup>56</sup> “In un saggio dei 1910 Rudolf Hilferding, rileggendo Marx alla luce della evoluzione sociale ed economica dei primi anni del novecento, ebbe ad intuire che il nuovo secolo, a differenza del precedente, si sarebbe caratterizzato non più, o non soltanto, per la accesa dialettica tra forza lavoro da una parte, e titolarità dei mezzi di produzione dall'altra, quanto per i rapporti tra capitale industriale e capitale finanziario. Ed infatti, il secolo che andava a nascere, lasciandosi alle spalle l'esperienza della fase più tragica del nascente Stato capitalistico, nel quale l'individualismo economico “aveva raggiunto il suo apogeo e” il potere esercitato dal capitale sul lavoro era assoluto”<sup>9</sup>, vedeva per la prima volta entrare in crisi la monoliticità di quella concezione per cui l'unico meccanismo di creazione del capitale era rappresentato dall'incontro sul mercato tra il titolare dei mezzi di produzione ed il prestatore d'opera.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 15

<sup>57</sup> “In sintesi: la funzione di intermediazione svolta dagli operatori del credito si affermava essenziale sia dal punto di vista strutturale, in quanto consentiva ai capitalisti industriali di operare sul mercato al riparo dalle evenienze immediate causate dalle fluttuazioni di un mercato che andava facendosi sensibilissimo alle innovazioni (le quali imponevano investimenti in tecnologia e sviluppo del processo produttivo), sia da un punto di vista strategico poiché consentiva un reimpiego, attraverso i canali del credito alle imprese, dei salari elargiti ai lavoratori, ma da questi ultimi non utilizzati come mero strumento di sopravvivenza.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 19

<sup>58</sup> “Nella “fase due” del capitalismo industriale, quindi, i meccanismi di circolazione del credito, resi possibili e rapidi dalle banche intermediarie, hanno contribuito tangibilmente al passaggio da un'economia nella quale, seppur con ampie sofisticazioni, si assisteva allo scambio tra forza lavoro e salario, ad una economia basata sempre più sulla liquidità monetaria e sul reperimento e pronto reimpiego di risorse immediatamente disponibili.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 19

<sup>59</sup> VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 20

na própria verificação do acordo de vontades<sup>60</sup>; sem a informação adequada não pode haver consenso. Conforme já revelado, a causa concreta exercerá um papel importante na análise da efetiva violação do dever de informar. Defende-se, inclusive, que os deveres de conduta impostos na contratação de derivativos, especialmente a *adeguatezza*, tratada adiante, importa derrogação parcial da autonomia privada, ao limitar os ganhos da instituição financeira pela vedação de celebrar um contrato incapaz de atingir a causa concreta pretendida pelo investidor<sup>61</sup>. *Adeguatezza* corresponde a mais uma limitação da liberdade da parte suficiente que impõe verdadeira obrigação de não contratar<sup>62-63</sup>.

Assim, definida a alocação eficiente de recursos como objetivo amplo, a transferência de riscos como função abstrata dos contratos derivativos conjuntamente considerados, seguiremos com a análise dos contratos socialmente típicos<sup>64</sup> como apoio à compreensão da causa concreta.

---

<sup>60</sup> “L’informazione assumesse una funzione centrale e dominante, in quanto elemento in grado di decodificare, rendendole comprensibili, transazioni invero sempre più complesse”, VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 21

<sup>61</sup> “È importante notare tuttavia che nell’ambito dell’obbligo dell’intermediario di valutare l’adeguatezza di ogni operazione disposta dall’investitore, e di segnalare l’eventuale inadeguatezza, prende corpo una vera e propria attività di consulenza, incidentale e strumentale, distinta del servizio di consulenza (‘consulenza in senso stretto’), la quale impone un obbligo di valutazione dell’interesse della controparte contrattuale, e che anche la giurisprudenza ritiene implicitamente sottesa ai contratti di negoziazione. La lettura della normativa regolamentare dell’Autorità indipendente di settore sembra peraltro confermare il dato. Tale dovere di consulenza che è stato segnalato essere ‘una chiara deviazione dal generale principio di autonomia contrattuale che consente a qualunque contraente di concludere anche contratti in perdita per la controparte’, dovrebbe costituire uno strumento di più effettiva tutela del risparmiatore se si considera che una mera informazione può risultare insufficiente.” CAGGIANO, Ilaria Amelia, *I doveri d’informazione dell’intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazione e rimedi in Diritto e giurisprudenza*, p. 465

<sup>62</sup> “In tal senso il giudice ha proceduto, mediante quella che lo stesso giudice definisce una ‘prognosi postuma’, ad analizzare se le informazioni che l’intermediario aveva reso al cliente potessero essere ritenute sufficienti al fine di renderlo edotto circa la rischiosità della specifica operazione di investimento. Così, considerando che nel caso di specie l’attore non poteva essere considerato un investitore particolarmente esperto e qualificato, il giudice ha valutato non sufficienti le informazioni a lui fornite, sottolineando come la banca avrebbe dovuto provare di aver reso edotto il cliente, prima del compimento dell’operazione, degli specifici rischi legati alla situazione finanziaria dell’emittente, desumibili sia dal rating che dalla offering circular dell’emissione obbligazionaria e, sulla base di tali elementi, avrebbe dovuto procedere alla segnalazione di inadeguatezza dell’operazione.” ABBATE, Aniello, *Gli obblighi informativi e la responsabilità dell’intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari in Diritto della banca e del mercato finanziario*, p. 494

<sup>63</sup> Foge ao escopo do trabalho a análise do sistema de Direito do Consumidor, mas vislumbra-se um potencial conflito entre a obrigação de fornecer prevista no artigo 39, II do CDC e a obrigação de não fornecer em razão do baixo potencial para atingimento do fim pretendido.

<sup>64</sup> Usamos a expressão em oposição à contratos típicos (juridicamente), uma vez que tratamos os derivativos como atípicos (juridicamente)

## 2.2. Tipos de Contratos Derivativos

### 2.2.1. Contrato a Termo

O contrato a termo – predecessor dos derivativos modernos – equivale a compra e venda com execução diferida<sup>65</sup>.

Na compra e venda as partes convencionam objeto e preço para concluir o negócio. Contrato de larga tradição, é o primeiro contrato típico a ser disciplinado pelo Código Civil, dispensa maiores elucubrações sobre suas características e funcionamento. É contrato bilateral, oneroso e comutativo. Na compra e venda, a execução pode ser imediata, com a entrega do objeto e pagamento do preço à vista ou diferida, com o diferimento de uma, de outra ou de ambas as prestações.

Para compreensão adequada do contrato a termo, importa pensar nos riscos envolvidos na execução da compra e venda. Bastante comum, nos contratos de execução imediata, a inexistência de instrumento escrito. Isso porque, ao examinar a qualidade do objeto e o efetivo pagamento do preço, as partes julgam-se adequadamente protegidas contra eventuais riscos advindos do contrato. Com efeito, o risco de inadimplemento é eliminado pela dupla verificação do cumprimento das prestações. O risco econômico – de excessiva onerosidade, ou perda do valor da contraprestação face ao custo da prestação – também está afastado. O risco de entrega de coisa diversa ou defeituosa é mitigado pelo exame do comprador.

Situação diversa se verifica quando são diferidas as prestações. Ao postergar o pagamento do preço ou da entrega da coisa, surge claramente a hipótese de inadimplemento. Analisando o desenvolvimento do contrato, o risco de inadimplemento é mais gravoso, economicamente, sempre que uma prestação ocorre antes no tempo. O adiantamento do preço para entrega futura da coisa provoca desequilíbrio econômico entre o comprador – que pagou, mas não recebeu a coisa – e o vendedor, que recebeu o preço, mas não entregou a coisa. Nesse exemplo, o risco de inadimplemento<sup>66</sup> para o comprador, portanto, é bastante gravoso porque interrompe a execução normal do contrato em um momento de extrema desvantagem econômica.

---

<sup>65</sup> YAZBEK, Otávio, Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, p. 110

<sup>66</sup> YAZBEK, Otávio, Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, p. 112

É característica do contrato a termo diferir as duas prestações, para adimplemento concomitante. Assim, o contrato a termo elimina o desequilíbrio econômico momentâneo e, por consequência, o risco de inadimplemento.

Note-se que, considerada a característica de contrato bilateral, o direito procura oferecer proteção contra o risco de inadimplemento decorrente do descasamento temporal das prestações por meio da exceção de contrato não cumprido<sup>67</sup>. A exceção de contrato não cumprido decorre da própria natureza de contrato bilateral, contudo, nem sempre esteve ligada ao contrato de compra e venda. No direito romano, por exemplo, o contrato de compra e venda criava duas obrigações independentes. Mesmo perecendo a coisa, o comprador deveria pagar o preço. Mesmo falido o comprador, o devedor deveria entregar a coisa<sup>68</sup>.

A exceção de contrato não cumprido exige que a parte por ela protegida identifique, antes de entregar a sua prestação, a impossibilidade da contraparte adimplir o contrato. Quando se convencionou o diferimento de apenas uma das prestações, a aplicação da exceção é pouco provável. A exceção, como se pode inferir de sua carga semântica, tem lugar excepcionalmente. Em regra, as prestações devem ser executadas conforme convencionadas no contrato.

Na compra e venda, a exceção de contrato não cumprido reforça outra cláusula geral, cristalizada no brocardo *res perit domino*. Do ponto de vista econômico, o prejuízo do perecimento da coisa incumbe ao dono. Portanto, o vendedor que perde a coisa, ainda que por evento alheio a sua vontade, perde o direito ao recebimento do preço e, ao final, suporta os riscos da coisa que – apesar de vendida – pereceu enquanto permanecia em seu domínio. Note-se que o efeito nada tem a ver com a condição suspensiva, trata-se apenas

---

<sup>67</sup> No Código Civil, disciplinada pelos artigos 476 e 477,

Art. 476. Nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro.

Art. 477. Se, depois de concluído o contrato, sobrevier a uma das partes contratantes diminuição em seu patrimônio capaz de comprometer ou tornar duvidosa a prestação pela qual se obrigou, pode a outra recusar-se à prestação que lhe incumbe, até que aquela satisfaça a que lhe compete ou dê garantia bastante de satisfazê-la.

<sup>68</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*, p. 156, “Quanto à compra e venda, não há dúvida, de que não era, então, um contrato bilateral. Isto significa que, nela, as obrigações do comprador e do vendedor eram independentes entre si, a ponto de, se desaparecesse a coisa antes da tradição, ainda assim o comprador estaria obrigado a pagar o preço.”

de consequência econômica da declaração negocial sobre o preço e o objeto ao longo do tempo<sup>69</sup>.

No intervalo de tempo entre os momentos da convenção do preço e da efetiva transferência da coisa, o vendedor transferiu o risco de variação de preço da coisa vendida – risco econômico – sem ainda ter transferido a propriedade. O contrato a termo permite esse efeito eliminando o risco de inadimplemento pelo diferimento de ambas prestações. Em princípio, nenhuma grande revolução surge desse mecanismo: em que pese a transferência do risco antes da transferência do domínio, o contrato pressupõe a futura transmissão da coisa, da mesma forma que no contrato de compra e venda.

A inovação dos derivativos modernos surge com a liquidação por diferença. Com efeito, ao assumir o risco de variação do preço de um determinado ativo sem a necessidade de adquirir sua propriedade elimina-se boa parte dos custos de transação, bens deixam de ser armazenados e transportados. O investidor que pretendia apostar na alta do preço de uma *commodity*, ou o produtor agrícola que deseja se proteger contra a baixa do preço, não precisam mais contratar a venda e entrega dos produtos, mas podem transferir – adquirindo ou alienando – o risco da variação de preço sem a necessidade de negociar a mercadoria fisicamente.

Os instrumentos derivativos, por sua vez, têm a função precípua de, conforme referido, criarem novas maneiras de transferência e alocação de riscos entre os participantes do mercado<sup>70</sup>.

Assim, a definição mais moderna de derivativo exclui o contrato a termo que não se liquida pela diferença. Obras mais recentes, como a de Foschini<sup>71</sup>, mencionam apenas futuros, opções e *swaps* como tipos frequentes.

#### 2.2.1.1. *Emptio rei speratae* e a *emptio spei*

Como parte relevante das figuras jurídicas do direito civil contemporâneo, o tratamento do contrato aleatório tem seu primeiro desenvolvimento no direito romano.

---

<sup>69</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga, *Tributação no mercado financeiro e de capitais*, p. 219, "No mercado a termo, o negócio jurídico reputa-se perfeito e acabado desde a data da negociação, sendo diferidos para um momento posterior a entrega do bem e o pagamento do preço. Não se confundam tais contratos com aqueles dotados de condição suspensiva ou resolutiva. Nos contratos a termo, o comprador e o vendedor estão obrigados em um negócio definitivo para liquidação em data futura."

<sup>70</sup> EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, *Mercado de capitais - regime jurídico*, p. 116

<sup>71</sup> FOSCHINI, Marcello, *Il diritto del mercato finanziario*, p. 143 e ss.

O contrato de compra e venda pressupunha a existência da coisa para que fosse considerado válido. Contudo, era possível celebrar compra e venda sobre coisas futuras<sup>72</sup>. A *emptio rei speratae*, dessa forma, exige que a “coisa esperada” venha a existir para que a compra e venda seja válida.

A *contrario sensu*, caso a coisa não venha existir, não há contrato de compra e venda. O resultado é lógico se considerarmos que a coisa, o objeto, consiste em elemento essencial da *fattispecie* contrato de compra e venda. Trata-se de contrato consensual, portanto, dispensa entrega da coisa para que se aperfeiçoe, mas exige a convenção sobre preço e objeto determinados ou determináveis. Não se admitia – na *emptio rei speratae* que a convenção se firmasse sobre coisa que se quer viesse a existir.

Contudo, as práticas comerciais da época já demandavam a possibilidade de firmar um pacto sobre um objeto que eventualmente pudesse não existir. É bastante difundido o exemplo do resultado da pesca, por vezes traduzido na metáfora do “lanço da rede do pescador”.

O contratante deseja adquirir o pescado capturado por terceiro. Todavia, a grande incerteza com relação aos resultados da atividade de pesca provavelmente afastava pequenos empreendedores. Se para o distribuidor de peixes o risco da escassez de produto gera riscos e transtornos, para o pescador a variação drástica da quantidade pescada poderia fazê-lo desistir da atividade. Quanto menos pescadores, menor a oferta e maior o preço que seria cobrado do distribuidor. Há, por conseguinte, claro interesse do adquirente de pescado em incentivar a pesca.

Nesse cenário, o contrato que estipula o preço antecipadamente para o resultado futuro da pesca tem como finalidade precípua assegurar ao pescador condições favoráveis – do ponto de vista do risco – para o desenvolvimento da sua atividade. Caso inexistir o pescado no futuro por qualquer razão, o contrato seria considerado inválido e o pescador se veria obrigado a devolver o preço recebido. Constrói-se então a engenhosa *emptio spei*, que supera a necessidade de existência do objeto do contrato pela sua redefinição. Na *emptio spei* diz-se que o objeto do contrato é a esperança (de que a coisa venha a existir).

O direito brasileiro conserva a identificação das duas mencionadas espécies de contratos aleatórios. A *emptio rei speratae* exige a existência da coisa sob pena de tornar

---

<sup>72</sup> ZIMMERMANN, Reinhard, *The Law of Obligations, Roman Foundations of the Civilian Tradition*, pp. 245-246

o preço inexigível e, por conseguinte, passível de repetição se antecipado; e a *emptio spei* – válida ainda que a coisa nunca venha a existir. O Código Civil vigente, assim como o de 1916<sup>73</sup>, distingue claramente os efeitos de um e de outro contrato:

Art. 458. Se o contrato for aleatório, por dizer respeito a coisas ou fatos futuros, cujo risco de não virem a existir um dos contratantes assuma, terá o outro direito de receber integralmente o que lhe foi prometido, desde que de sua parte não tenha havido dolo ou culpa, ainda que nada do avençado venha a existir.

Art. 459. Se for aleatório, por serem objeto dele coisas futuras, tomando o adquirente a si o risco de virem a existir em qualquer quantidade, terá também direito o alienante a todo o preço, desde que de sua parte não tiver concorrido culpa, ainda que a coisa venha a existir em quantidade inferior à esperada.

Parágrafo único. Mas, se da coisa nada vier a existir, alienação não haverá, e o alienante restituirá o preço recebido.

Assim, a questão da validade dos contratos de liquidação por diferença, como os derivativos, está superada no ordenamento vigente.

### 2.2.2. Contrato Futuro

Os contratos futuros são estruturalmente idênticos aos contratos a termo. Trata-se de compra e venda para liquidação futura, em que são postergados o pagamento do preço e a entrega do objeto. Difere, contudo, na padronização<sup>74</sup>. Com efeito, o contrato futuro

---

<sup>73</sup> Código Civil Brasileiro de 1916:

Art. 1.118. Se o contracto for aleatório, por dizer respeito a coisas futuras, cujo risco de não virem a existir assuma o adquirente, terá direito o alienante a todo o preço, desde que de sua parte não tenha havido culpa, ainda que delas não venha a existir absolutamente nada.

Art. 1.119. Se for aleatório, por serem objeto dele coisas futuras, tomando o adquirente a se risco de virem a existir em qualquer quantidade, terá também direito o alienante a todo o preço, desde que sua parte não tiver concorrido culpa ainda que a coisa venha a existir em quantidade inferior á esperada.

Parágrafo único. Mas, se da coisa nada vier a existir, alienação não haverá, e o adquirente restituíra o preço recebido.

<sup>74</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga, *Tributação no mercado financeiro e de capitais*, p. 223, “Nos contratos futuros, as datas de vencimento não são livremente fixadas pelos comitentes, mas previamente estabelecidas pelas bolsas. Assim sendo, o que se compra e vende hoje é o que será entregue e pago em data pré-determinada por terceiros. Com tal mudança, temos que todos os vencimentos ocorrem na mesma data. A segunda alteração substancial, em face dos contratos a termo, foi a introdução do lote-padrão, mecanismo que, por estabelecer um único módulo quando da liquidação, permitiu que esta pudesse ocorrer por diferença, dando uma liquidez ao mercado não possível nas operações a termo.”

é um contrato a termo de valor e prazo padronizado, permitindo a circulação em mercado organizado em sucessivas cessões.

A padronização é outra forma de redução de custo de transação. Neste caso, dos próprios contratos. Compreende-se mais claramente a afirmação por meio da comparação de dois mercados: o primeiro com um universo de contratos não uniformes, de objetos e prazos diferentes entre si; o segundo, com contratos absolutamente idênticos. O investidor que observa o primeiro mercado e pretende dele participar deve realizar um alto investimento na aquisição de informações e, a cada nova operação, deverá apreender o necessário sobre o contrato que pretende negociar. No segundo mercado, o custo de aprendizagem e coleta de informações é bastante menor.

Há ainda outros mecanismos para incrementar a segurança no mercado de futuros e reduzir o custo das negociações. Conforme já mencionado, os impactos econômicos do inadimplemento do contrato a termo são reduzidos pelo diferimento das duas prestações. Contudo, no mercado de contratos padronizados, negociados em massa e liquidados pela diferença, o risco de variação dos preços que incrementa ou reduz o valor da diferença a liquidar adquire outra importância.

Com efeito, no mercado de futuros, a prestação que pode ser inadimplida é a diferença, o valor financeiro a ser pago pela parte contra quem os preços variaram. Para esse inadimplemento, o contrato a termo não oferece proteção. Criaram-se, por conseguinte, as câmaras de liquidação, que processam as operações mediante prévio depósito. Periodicamente, são verificados os riscos a que está exposto cada participante do mercado organizado e novos depósitos de margem são exigidos, para praticamente eliminar o risco de inadimplemento das operações<sup>75-76</sup>.

### 2.2.3. Opções

As opções são negócios jurídicos de natureza controversa. Merece destaque o fato de, assim como o contrato a termo, as opções serem empregadas em negócios que não se confundem com contratos derivativos. Por exemplo, é possível convencionar opção de compra sobre um imóvel. O outorgante-proprietário permite que, em determinadas condições, o outorgado-comprador exerça a opção e conclua o negócio de compra e venda. As opções podem ser de comprar ou vender e, assim como as outras modalidades de

---

<sup>75</sup> HIRATA, Augusto Jorge, *Derivativos: o impacto do direito no desempenho da função econômica*, p. 143

<sup>76</sup> MISHKIN, Frederic S., EAKINS, Stanley G. e FORESTIERI, Giancarlo, *Istituzioni e mercati finanziari*, p. 582



derivativos, vem passando por constante desmaterialização, com a liquidação por diferença e a possibilidade de terem como objeto.

Dois momentos marcam o funcionamento da opção, a declaração negocial que estabelece as condições de exercício e o efetivo exercício que pode ou não ocorrer a depender do beneficiário da opção. A convenção, o momento da declaração negocial, do acordo de vontades, parece bastante um contrato. Contudo, o exercício da opção equivale a um direito potestativo: o outorgado pode ou não exigir do outorgante a prestação a que se comprometera previamente. Discute-se a possível invalidade da opção como contrato com base na vedação de cláusula potestativa. Cumpre esclarecer a esse respeito que apenas as cláusulas meramente potestativas – submetem uma parte ao arbítrio da outra sem o concurso de condições externas – são inválidas. É possível que uma das partes tenha a faculdade de escolher uma ou outra forma de executar o contrato, consideradas determinadas condições. No caso da opção, o evento externo não sujeito ao arbítrio das partes é o preço do ativo subjacente.

Imagine uma opção de compra de 1000 ações preferenciais da Petrobrás SA por R\$ 16,00 por ação para exercício em trinta dias. A atual cotação da ação é R\$ 16,18, mas espera-se que no próximo mês a ação sofra valorização e passe à cotação de R\$ 18,00. O contrato custa R\$ 1.000,00. Caso a previsão esteja correta, no momento da liquidação, o detentor da opção ganhará R\$ 2,00 por ação. Considerando a liquidação por diferença, o resultado do contrato será uma receita de R\$ 2.000,00 e, por conseguinte, lucro de R\$ 1.000,00. Por outro lado, caso a ação daqui a 30 dias esteja cotada abaixo de R\$ 16,00, não há razão para exercício da opção. Nesta hipótese, o contrato de opção não gera prejuízo adicional – além dos R\$ 1.000,00 de custo do contrato – ao seu titular. O valor pago inicialmente, R\$ 1.000,00 no exemplo, é denominado prêmio, é o preço da opção e não deve ser confundido com o preço de exercício, R\$ 16,00 por ação<sup>77</sup>.

Conforme se pode concluir da análise do exemplo, o exercício da opção não é direito meramente potestativo, porque a faculdade de exercício da opção dependerá fundamentalmente da cotação do ativo no vencimento do contrato. Superado o entrave, não há porque duvidar que a opção seja contrato. Ainda que se emitida sem que se saiba

---

<sup>77</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga, Tributação no mercado financeiro e de capitais, p. 220, *A opção, que pode ser de compra ou de venda, é o negócio jurídico pelo qual determinada pessoa resolve dar a terceiro interessado a faculdade ou prerrogativa de adquirir, futuramente, determinados objetos ou valores mobiliários, mediante o pagamento prévio de um quantia determinada “prêmio”. No ato da contratação do negócio são acertados o preço do exercício e o prazo até o qual a opção pode ser exercida.*

exatamente quem será a contraparte, é indispensável para que se complete a opção, a presença de um lançador, que se sujeitará à faculdade de exercício pelo beneficiário.

As outras formas jurídicas concorrentes são o ato jurídico unilateral, pouco útil para explicar a relação jurídica estabelecida pela opção, uma vez que a vontade dos dois sujeitos contratantes é relevante para formação da declaração negocial; e o pré-contrato. O contrato preliminar é um contrato como qualquer outro, com objeto equivalente a emissão de outra declaração negocial. Não parece razoável enquadrar a opção como pré-contrato, mormente porque o exercício não equivale a outro contrato, apenas o beneficiário se manifesta e adere as condições propostas pelo emissor.

Em resumo, define bem Satiro<sup>78</sup>:

... a opção tem caráter contratual, eventualmente oneroso, e que embora apresente inúmeros elementos que a aproximam de outros institutos como por exemplo a proposta irrevogável, o contrato condicionado e o compromisso unilateral, alguns de seus aspectos próprios não recomendam sua inclusão, *a fórceps*, em qualquer das hipóteses analisadas.

(...)

No caso das opções, por consequência, o que temos são as partes utilizando-se de sua autonomia privada para criar uma figura jurídica *sui generis*, nova, diversa de qualquer outro contrato típico.

#### 2.2.4. *Swaps*

Caracteriza-se a operação de *swap* como o negócio jurídico por intermédio do qual as partes assumem a obrigação recíproca de realizar, em certa data no futuro, a troca de ativos financeiros de natureza diversa, de que são titulares na data da celebração do contrato (...).<sup>79</sup>

*Swap* significa literalmente troca, no caso, de investimentos ou, como se procurou identificar, de riscos. Cada uma das partes deseja livrar-se de um risco e, ao invés de pagar para que outrem o assuma, resolve tomar um risco. O *swap* tem como característica a dupla eficiência em termos de custos de transação. Isso porque, equivale a dois contratos futuros, ou um futuro e uma opção ou duas opções. Em recurso didático, define-se a permuta como dupla compra e venda com a anulação das obrigações de pagar o preço. No *swap* se pode dizer que há dupla compra e venda com o cancelamento das coisas. Essencialmente é

---

<sup>78</sup> SOUZA Junior, Francisco Satiro de, Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores, p. 59

<sup>79</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga, Tributação no mercado financeiro e de capitais, p. 225

contrato financeiro, que se liquida pela diferença de variação de dois preços, duas cotações. A tentativa de enquadramento doutrinário como contrato típico de permuta exigia a artificial consideração dos pagamentos como uma espécie de coisa pela sua utilidade<sup>80</sup> (específica de transferência de risco) e restou, portanto, infrutífera<sup>81</sup>.

Os contornos do contrato de *swap* são bastante flexíveis. Na Itália, a jurisprudência chegou a identificar o *swap* com a função especulativa, com sérias consequências para a validade pela ausência de causa. Evoluindo em seguida para reconhecer em determinados contratos a função de *hedge*<sup>82</sup>.

A título de reforço argumentativo, vale analisar a legislação americana produzida como reação regulatória à crise financeira de 2008:

PART II—REGULATION OF SWAP MARKETS

SEC. 721. DEFINITIONS.

(a) IN GENERAL.—Section 1a of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a) is amended—

(...)

(21) by inserting after paragraph (46) (as redesignated by paragraph (1)) the following:

(...)

(B) EXCLUSIONS.—The term ‘swap’ does not include—

(i) any contract of sale of a commodity for future delivery (or option on such a contract), leverage contract authorized under section 19, security futures product, or agreement, contract, or transaction described in section 2(c)(2)(C)(i) or section 2(c)(2)(D)(i);

(ii) any sale of a nonfinancial commodity or security for deferred shipment or delivery, so long as the transaction is intended to be physically settled;<sup>83</sup>

Segundo o *Dodd-Frank Act*, *swaps* são apenas os contratos liquidados por diferença, isto é, sem troca física de ativos. Fica, pois, evidente a identificação do *swap* com a função de transferência de risco.

Da mesma forma que as opções e os contratos a termo e futuros, os *swaps* podem ser criados para o atendimento específico de duas partes, ou contratos padrão,

---

<sup>80</sup> “Parte della dottrina há osservato che in questo caso il denaro scambiato in forza dell’accordo non è da considerare come un mezzo di pagamento, ma come una “utilità specifica” idonea a tradurre lo scambio di esposizioni finanziarie.” ROPPO, Enzo, trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, *O Contrato*, p. 144

<sup>81</sup> ROPPO, Enzo, trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, *O Contrato*, p. 144

<sup>82</sup> FOSCHINI, Marcello, *Il diritto del mercato finanziario*, p. 147

<sup>83</sup> <https://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

negociados em massa em mercado organizado. A diferença é que o *swap* exige duas partes dispostas a alienar um risco e adquirir outro. Em princípio, parece bastante improvável identificar partes com desejos tão específicos e aproximá-las para contratar. É bastante comum, portanto, que um banco – entendido de forma abrangente, como instituição financeira – seja contraparte em contratos de *swap*. Todavia, ao invés de manter o risco na sua carteira de negócios, recorre ao mercado de contratos padronizados e transfere o risco tomado no *swap* sob medida por meio da contratação de outros *swaps*, futuros ou opções.

Sztajn reforça a vantagem dos *swaps* comparados aos outros tipos de contrato derivativo<sup>84</sup>. Normalmente estabelecido entre parceiros de negócio, o *swap* normalmente é relação mais duradoura, com sucessivas liquidações periódicas. Conforme já antes explicitado, o inadimplemento é risco temido e incentiva a aplicação de estratégias diferentes em cada espécie. No *swap*, as liquidações periódicas cumprem essa função<sup>85</sup>. A atipicidade do contrato é indiscutível:

Parece evidente, também aqui, tratar-se de contrato inominado, uma vez que, mesmo quando adotado sob um padrão mais ou menos uniforme, o *swap* não é propriamente tipificado pela legislação em vigor<sup>86</sup>.

Por serem a forma difundida mais recente de contrato derivativo, bem como por sua eficiência adicional, muitas vezes o debate sobre derivativos toma o *swap* como instrumento central. Assim, se discute amplamente o caráter aleatório do *swap*. Como se verá adiante, pelas mesmas razões que outros derivativos, o *swap* deve ser regulado como contrato comutativo<sup>87</sup>, pela equivalência risco-preço transacionada.

---

<sup>84</sup> SZTAJN, Rachel, *Futuros e swaps: uma visão jurídica*, p. 225, “A razão mais frequente para justificar tais contratos é vantagem comparativa; cada uma das partes obtém maior vantagem com a troca do que em outras operações para chegar ao mesmo resultado econômico. Crítica a esse argumento é que, por tratar-se de contratos de execução periódica, qualquer alteração na avaliação do crédito das partes pode provocar desequilíbrio que se reflita na vantagem buscada.”

<sup>85</sup> SZTAJN, Rachel, *Futuros e swaps: uma visão jurídica*, p. 225, “Possivelmente, um dos maiores problemas dos derivativos está ligado à insolvência (falência) de qualquer das partes contratantes. Esta a motivação da venda com reserva de domínio —evitar que os credores do adquirente satisfizessem as pretensões sobre o bem adquirido e não integralmente pago. A mesma preocupação aparece no que concerne aos swaps. São contratos de longa duração, com ajustes parciais periódicos, logo, incluem risco de inadimplementos mais acentuado que os futuros, de ajuste diário.”

<sup>86</sup> YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, p. 114.

<sup>87</sup> “In qualche modo però, il diverso articolarsi delle scadenze incide sulla disciplina da applicarsi alle diverse ipotesi; nel caso di scadenze coincidenti, infatti, l’interprete può interrogarsi sull’applicabilità dell’articolo 1458 c.c. (e delle altre norme previste per i contratti ad esecuzione continuata e periodica) e, quindi, sulla eventuale irretroattività della risoluzione. Ciò può avvenire soltanto ove si verifici, nello swap, la cd. corrispettività a coppie; l’interesse cioè viene compiutamente ed equilibratamente realizzato, non solo nell’intera durata del contratto, ma in ogni singolo periodo. Se ciò si verifica non si versa in un sottotipo dello

### 2.3. Sinalagma genético e sinalagma funcional

Sinalagma é o liame entre obrigações de determinado contrato. O genético dá-se na formação do vínculo e refere-se às promessas recíprocas. O funcional considera a vida de relação que se estabelece entre as prestações nascidas.<sup>88</sup>

Avalia-se, no momento da formação do contrato, a equivalência das prestações contrapostas, considerando os efeitos jurídicos para as partes contratantes e a substância de suas obrigações<sup>89</sup>. O equilíbrio entre as prestações deve ser, portanto, visto não apenas do ponto de vista jurídico, mas também econômico.

A apreciação econômica do valor de cada prestação pode ser bastante diferente, a depender do sujeito que a realiza. Os economistas observam singelamente que, em cada operação econômica de troca, há uma divergência entre as valorações promovidas pelo vendedor e comprador. Do contrário, não haveria troca. Imagine o vendedor de um veículo usado. Desejoso de adquirir um novo veículo, atribui ao seu atual automóvel o valor de R\$ 30 mil. Como todo agente racional, todavia, deseja obter a máxima vantagem possível, traduzida no maior preço de venda. Anuncia, portanto, a R\$ 35 mil. O comprador observa o anúncio e gosta das condições da oferta, mas, após avaliação do estado do automóvel, decide que pagaria no máximo R\$ 33 mil. O comprador faz uma oferta de R\$ 31 mil e o negócio é concluído pelo preço de R\$ 31,5 mil.

Apesar de preço do contrato de compra e venda expresso em moeda ser idêntico para comprador e vendedor, o primeiro adquiriu um veículo de R\$ 33 mil, enquanto o último vendeu um bem de R\$ 30 mil. Cada um ganhou R\$ 1,5 mil na operação. Neste caso, a diferente percepção de valor decorre da maior utilidade para o comprador. Se o vendedor insistisse em manter o preço acima de R\$ 33 mil ou se o comprador não se dispusesse a pagar pelo menos R\$ 30 mil, nenhum negócio seria realizado. Da mesma forma, se o vendedor acreditasse que o veículo vale R\$ 33 mil e o comprador atribuísse ao carro o valor de R\$ 30 mil, a troca não ocorreria.

---

swap, ma semplicemente in un'ipotesi concreta particolare, la quale non differisce dalle altre né sul piano strutturale, né dell'interesse realizzato, che rimane la gestione dei rischi finanziari per l'intera durata dello swap." CAPALDO, Giuseppina, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, p. 179

<sup>88</sup> CARDOSO, Luiz Philipe Tavares de Azevedo, *A onerosidade excessiva no direito brasileiro*, dissertação de mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010.

<sup>89</sup> MESSINEO, Francesco, *Contratto – Diritto privato – Teoria Generale in Enciclopedia del Diritto*, v. IX. Varese, Giuffrè, 1961, pp. 784-979

Dizer, por conseguinte, que as prestações têm valor equivalente é *per se* uma afirmação imprecisa do ponto de vista econômico. Em um mercado em concorrência perfeita, com atomização de agentes compradores e vendedores e homogeneidade de produto, as diferenças de percepção de valor tendem a se reduzir. De qualquer forma, para que o negócio ocorra, alguma vantagem cada parte deve vislumbrar.

A análise do sinalagma genético considera a atribuição de valor realizada por cada parte contratante. Se a parte decidiu livremente celebrar o contrato, julgou interessante e, portanto, no mínimo equivalente – em termos de valor substancial – os valores das prestações que convencionou entregar e receber. A violação do dever de informar na formação do contrato derivativo tem potencial de provocar grave perturbação do sinalagma genético. Celebrar o contrato em déficit informacional tornará os efeitos da contratação dependentes da sorte ou da boa conduta da contraparte.

O sinalagma funcional considera o equilíbrio de valor das prestações ao longo do tempo. Só se analisa em contratos de execução diferida. Em regra, o tratamento dos abalos ao sinalagma funcional é dado pela aplicação das teorias revisionais, a serem discutidas mais pormenorizadamente adiante.

A doutrina clássica indica desequilíbrio entre as prestações nos contratos aleatórios, especialmente em razão da *alea*, uma das partes pode vir a não receber qualquer prestação. Contudo, não se pode afastar a racionalidade econômica da contratação. A decisão de ingressar em contrato aleatório obedece ao mesmo mecanismo descrito supra. Cada parte contratante considera que obtém mais benefícios que desvantagens a partir da contratação.

De certo modo, dizer que a *emptio spei* é um contrato aleatório e, portanto, as prestações são desequilibradas economicamente, ignora o objeto da troca: a esperança. O contrato é concluído na troca de preço por expectativa, sem que seja necessário haver a coisa esperada no futuro. Não há, por conseguinte, equilíbrio econômico entre preço e expectativa?

Em seguida discute-se o mecanismo de valoração nos contratos aleatórios para aprofundamento da questão.

#### 2.4. Informação nos contratos aleatórios: equilíbrio risco-preço

A despeito da tradicional identificação de desequilíbrio entre as prestações, é possível identificar a equivalência econômica entre o custo do contrato e o risco assumido pela parte em razão dele. Nos contratos de seguro, tipicamente aleatórios, por exemplo, se opera cálculo atuarial. O prêmio – preço para o segurado – é calculado a partir de uma série de informações destinadas a parametrizar o risco a que o “interesse legítimo do segurado”

está submetido. O cálculo atuarial considera as circunstâncias para prever quantos sinistros ocorrerão no universo da carteira segurada para que a soma dos prêmios contratados seja suficiente para pagar os sinistros, tributos, custos e lucro da seguradora.

Para seguradora, o preço do risco assumido no contrato de seguro é ligeiramente menor que o proposto para contratação da apólice. Para o particular, o custo de perder o bem segurado – casa, loja, automóvel – é elevado e, por vezes, insuportável. Um roubo, por exemplo, reduz o valor do automóvel roubado a zero. Considerando que o segurado possuía apenas um carro, suportará um custo altíssimo em caso de sinistro, ainda que a chance de ocorrência seja de 1 em 500, ou 1 em 1000, prefere livrar-se do risco<sup>90</sup>. A tranquilidade do segurado, no exemplo do dono de único automóvel, vale para ele mais que o prêmio do seguro. Por isso, os seguros são contratados.

Assim como nos contratos sinalagmáticos, portanto, há um equilíbrio entre as percepções de valor das prestações. Apesar de o segurado pagar o prêmio e a seguradora eventualmente pagar o sinistro, de valores diferentes, pode-se dizer que há um sinalagma genético entre risco e preço. O mercado de seguros funciona claramente sob a regra: quanto maior o risco, maior o preço. Ao mudar-se do interior para capital do Estado de São Paulo, o segurado tem a noção de que o seguro de seu automóvel aumentará de preço, porque as chances de colisão, furto e roubo são maiores nos grandes centros urbanos.

O mercado de derivativos funciona segundo a mesma lógica. São utilizados intrincados mecanismos de valoração de contratos, como a derivação de Black-Merton-Scholes, aplicada com variantes para precificação de opções e derivativos, estima o preço à vista dos contratos com base no resultado deles esperado. Os contratos de risco cujo preço de avaliação estimado pela fórmula seja superior ao preço de mercado devem ser adquiridos. Ao contrário, caso a valoração de contratos em carteira seja inferior ao preço de mercado, a venda será a estratégia recomendada.

Assim como nos contratos de seguro, a informação exerce papel central para apreensão do risco envolvido no contrato derivativo. A omissão de informações pelo segurado que afetem o risco de sinistro leva à ineficácia do contrato em relação ao pagamento da indenização, conforme determina no direito brasileiro o art. 766 do Código Civil.

---

<sup>90</sup> Uma grande transportadora, todavia, com mil e quinhentos caminhões, pode suportar o roubo de alguns veículos por ano em troca de economizar o custo de segurar todos.

Nos derivativos, assim como na *emptio spei*, é possível perceber a equivalência entre os valores atribuídos ao risco de coisa existir – ou de a cotação do ativo subjacente atingir determinado valor – e o preço pago<sup>91</sup>. Trata-se, pois, de uma alea confinada, esperada, e estatisticamente previsível, razão pela qual institutos aplicáveis aos contratos comutativos podem também ser usados nos derivativos, conforme se discutirá adiante.

---

<sup>91</sup> “Il credit default swap richiama una particolare fattispecie tipica della compravendita la *emptio spei*. Essa ha come oggetto attuale la speranza che il prodotto venga ad esistenza, speranza che ha valore economico indipendentemente dal risultato, ed il prezzo è dovuto anche se il prodotto non viene ad esistenza, perché pattuito per la speranza del prodotto e non per il prodotto. Si distingue dalla *emptio rei speratae* (vendita di cosa futura) in quanto quest’ultima ha come oggetto il prodotto futuro, onde il contratto dà luogo a reciproci obblighi di consegna del prodotto e del prezzo, soltanto se il prodotto viene ad esistenza. La causa della *emptio spei* rimane quella tipica della vendita scambio di cosa contro prezzo -, ma il particolare oggetto fa sì che il contratto sia da considerarsi aleatorio. A fronte della possibilità di poter incamerare il prezzo in cambio di nessuna prestazione, il venditore assume il rischio di dover consegnare un prodotto il cui valore può essere di gran lunga superiore al prezzo incassato.” IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 26



### 3. DEVER DE INFORMAR

A busca por informações é natural no desenvolvimento das relações negociais. Algumas das informações são obtidas diretamente pela parte em interação com terceiros ou com o ambiente e outras informações necessárias à contratação virão da contraparte. Ademais, a informação assume um papel central na garantia da eficiência decorrente das relações negociais<sup>92</sup>, em estreita conexão, portanto, com a causa concreta do negócio.

O Código Civil especifica expressamente deveres de informação para diversos tipos de contrato, como no artigo 668, que o obriga o mandatário a prestar contas, segundo o artigo 723 o corretor é obrigado a prestar informações espontaneamente ao cliente sob pena de responder por perdas e danos; o artigo 744 e 745 tratam da informação sobre a coisa a ser transportada e o artigo 753 da comunicação sobre a interrupção no transporte; os artigos 765, 766, 769, 782 e 787 tratam do dever de informar no contrato de seguro – não por acaso, é também um contrato que tem o risco como objeto –; e o artigo 864 que trata da informação na gestão de negócio<sup>93</sup>.

A regulação jurídica deve considerar as mudanças sociais decorrentes do crescimento da importância da informação. Com efeito, a informação se tornou o bem imaterial de maior importância da sociedade contemporânea, fundamentando a tomada de decisões individuais, econômicas e políticas<sup>94</sup>. O Direito relaciona-se com realidade social em dois momentos distintos: regula novas situações e incentiva determinados comportamentos que transformarão as relações sociais. Nesse sentido, além da crescente

---

<sup>92</sup> “Al di là, infatti, della considerazione per cui il contratto, ogni contratto, in un certo senso si fonda sulla circolazione di quelle informazioni necessarie al raggiungimento dell’in idem consensus, è difficile non convenire circa il fatto che ad oggi il substrato informativo parrebbe essere assunto al ruolo di garante - se non addirittura di custode - dell’efficienza, sulla base di una determinata visione del mercato fondata, appunto, sulla essenzialità della simmetria cognitiva ed informativa delle parti.”, VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso*, Modelli economici e regola giuridica, p. 11

<sup>93</sup> O mesmo levantamento não exaustivo no direito italiano, 5 “In ogni caso, anche se si può ravvisare una sorta di sottovalutazione delle vicende di differente forza contrattuale che vi possono essere tra le parti del rapporto negoziale, sono comunque individuabili disposizioni codicistiche che prevedono espressamente doveri informativi, al fine di correggere la situazione di squilibrio esistente tra le parti. Senza alcuna presunzione di completezza, si può ricordare che questo è il caso, ad esempio, dell’art. 1338 c.c., in tema di conoscenza delle cause di invalidità del contratto, oppure dell’art. 1710, 2° co., circa i doveri di informazione del mandatario, degli artt. 1746 e 1749, sul contratto di agenzia, dell’art. 1759, riguardante i doveri di informazione del mediatore, dell’art. 1812, sui danni subiti dal comodatario, dell’art. 1821, sui danni subiti dal mutuatario, nonché degli artt. 1892 e 1893 in tema di contratto di assicurazione.” FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 371-372

<sup>94</sup> “” GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, p. 158

importância da informação, a regulação deve considerar também a indesejável crise financeira<sup>95</sup>. A informação é tão relevante para o mercado financeiro que a doutrina reconhece o dever de informar como condutor dos deveres de conduta nesse campo<sup>96</sup>.

É pressuposto do exercício do direito à informação, como aqui debatido, que a informação seja desconhecida e sua obtenção seja razoavelmente dificultosa pela parte prejudicada<sup>97</sup>, mais uma vez refletindo sobre a escusabilidade da ignorância. É relevante, pois, compreender a disponibilidade, o acesso ou nível de divulgação da informação para tratamento do dever de informar.

Em classificação bastante simples, a informação pode ser: (i) de conhecimento público, quando qualquer pessoa pode ter acesso e este acesso é razoavelmente difundido; (ii) de conhecimento restrito, para as informações que podem ser acessadas por um grupo determinado de pessoas, como os quotistas de um fundo de investimento; (iii) de conhecimento exclusivo, quando apenas a parte detentora da informação tem acesso a ela.

Para compreender a disponibilidade, é fundamental considerar a evolução tecnológica<sup>98</sup>. A transformação da forma pela qual a informação é criada e difundida, sobretudo com o uso de redes, com a rápida difusão e múltipla interferência entre usuários,

---

<sup>95</sup> “Le gravi implicazioni della crisi - e, dunque, l'intrinseca difficoltà di valutare l'estensione progressiva delle anomalie proprie di alcuni *assets* a tutte le altre componenti degli attivi dei bilanci delle banche - evidenziano, nei richiami della dottrina teste nominata, il limite intrinseco del diritto nel riuscire a prevenire, in sede disciplinare, ogni possibile caso di 'fallimento del mercato'. Si tralascia, peraltro, di considerare, in tale logica, il divenire che caratterizza la funzione giuridica, la cui essenza vive in un continuum che, rifuggendo ogni forma di staticità, deve ritenersi preordinato ad interventi innovativi, volti a ricondurre sotto l'ala della regolazione i fatti che, di volta in volta, emergono nel contesto socio-economico di riferimento.” CAPRIGLIONE, Francesco, *Crisi a confronto (1929 e 2009): il caso italiano*, p. 44

<sup>96</sup> “La disciplina della trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e accessori costituisce il momento centrale di un processo evolutivo caratterizzato da una sempre maggior tutela dell'investitore. Si tratta di una disciplina destinata ad imporsi in tutti i rapporti tra intermediari e clienti in armonia con una policy di più ampio respiro, caratterizzante i sistemi giuridici occidentali, favorevole all'espansione del dovere di informare (*duty of disclosure*) collegato al binomio buona fede-correttezza. Per tale via, il 'dovere di informare', previsto a livello generale all'art. 21, comma 1 lett. b) del TUF è diventato elemento caratterizzante l'intera disciplina delle regole comportamentali poste a presidio della tutela del risparmiatore e dell'integrità del mercato. La disposizione richiamata stabilisce, in primo luogo, che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli intermediari finanziari devono operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati.” SARTORI, Filippo, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, p. 179

<sup>97</sup> DE POLI, Matteo, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, p. 360-361

<sup>98</sup> “L'evoluzione ha avuto un effetto generale di disintermediazione: mentre tradizionalmente, per acquisire informazioni, i soggetti dovevano rivolgersi ad un intermediario -- dalle agenzie di viaggio per gli orari di treni ed aerei, all'istituto di credito per il corso dei cambi o l'andamento dei titoli, all'esercizio commerciale per la disponibilità di un bene o il suo prezzo, alla biblioteca per un libro, ad un giornale per una notizia - ora chiunque può ottenere quell'informazione direttamente da chi la produce.” GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, p. 159

cria um novo contexto a ser disciplinado. Nesse cenário, a informação econômica ganha destaque. Especialmente após superado o paradigma clássico (ou neoclássico) e considerada a importância da assimetria informacional para o equilíbrio na relação contratual<sup>99</sup>.

Segundo Ghestin<sup>100</sup>, a formação do vínculo contratual, antes baseada exclusivamente na vontade – e, portanto, limitada pelos vícios do consentimento – tem atualmente viés de responsabilidade assumida. O dever de informar, assim, complementa a teoria dos vícios de consentimento. Sem a informação adequada, não é possível expressar a vontade corretamente, tampouco assumir claramente alguma responsabilidade.

Em relação à adequação da informação no que se refere aos contratos derivativos, é importante que a informação conhecida permita àquela categoria de investidor – considerada, portanto, a qualificação da parte – conhecer e compreender a natureza e o risco da operação que vai realizar; sendo insuficiente o mero alerta sobre ser o derivativo um contrato de risco<sup>101</sup>.

O déficit de informação informar pode ocorrer na fase pré-contratual ou contratual. Ainda que seja uma classificação cronológica e, pois, baseada nos períodos antes e após o estabelecimento do vínculo contratual, determinar a origem no dever de informar não é tarefa simples<sup>102</sup>. Isso porque, normalmente se debate a violação do dever de informar após a conclusão do contrato. Nesse momento, determinar se a violação ocorre no momento de formação ou após e em decorrência do vínculo contratual não é óbvio. Da mesma forma que é tortuoso distinguir entre a anulação do contrato em razão de vício de consentimento, vícios ocultos e resolução por inexecução – neste caso, em decorrência do inadimplemento do dever de informar de origem contratual<sup>103</sup>.

---

<sup>99</sup> GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, p. 160

<sup>100</sup> GHESTIN, Jacques, *Traité de Droit Civil. Les Obligations. Le Contrat: formation*. 2<sup>a</sup> ed. Paris, LGDJ, 1988, p. 523

<sup>101</sup> “Il riferimento all’adeguatezza in effetti, indica la volontà del legislatore di evitare la standardizzazione delle informazioni, a favore di informazioni relative al tipo specifico di prodotto e di cliente, finalizzate alla costituzione di un rapporto il più possibile personalizzato. L’adeguatezza dell’informazione, come si è sostenuto in dottrina, consiste, d’altro canto, nell’aver cura che il cliente sia reso edotto della natura e dei rischi dell’operazione. Generalmente, infatti, si afferma l’insufficienza della semplice avvertenza alla clientela che oggetto di negoziazione sia un titolo a rischio.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, *L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale* in Ob.136, p. 254

<sup>102</sup> “Ici encore cependant il est parfois difficile, sinon impossible, de tracer la limite entre les obligations précontractuelle et contractuelle de renseignements.” GHESTIN, Jacques, *Traite de droit civil*, p. 579

<sup>103</sup> GHESTIN, citando Lucas de Leyssac, faz menção aos tribunais franceses presumirem a existência mais ou menos artificial de um pré-contrato de aconselhamento para justificar a resolução por descumprimento do contrato. Compreendemos que a presunção de deve ao desenvolvimento das tratativas para a conclusão do contrato efetivamente celebrado. GHESTIN, Jacques, *Traite de droit civil*, p. 579

Nesse ponto, há uma confluência com o debate sobre a utilidade de distinção de responsabilidade pré-contratual e contratual. Em razão da uniformidade de consequências, isto é, a violação do dever informar antes ou após a conclusão do contrato acarretará o dever de indenizar ou a anulação do vínculo, há quem defenda a inutilidade de classificação<sup>104</sup>. De qualquer forma, ainda que diferentes defeitos do negócio jurídico impliquem a mesma consequência, preferimos seguir com a investigação da distinção – ainda que dificultosa – para, com isso, identificando semelhanças, compreender mais completamente as consequências das possíveis violações do dever de informar.

De princípio, importante fixar que alguns contratos têm como objeto principal a prestação de informações, como um contrato de consultoria de qualquer espécie. Nesse caso, a obrigação de informar a contraparte sobre o objeto da consultoria equivale a obrigação principal do contrato. A análise que se pretende realizar acerca do dever de informar neste trabalho, contudo, trata de uma obrigação acessória destinada à boa execução da obrigação principal<sup>105</sup>. Esta noção contribui para a distinção entre responsabilidade pré-contratual e contratual, especialmente para afastar a construção dos tribunais franceses<sup>106</sup> no sentido de reconhecer um pré-contrato tácito de aconselhamento. Nesse caso, a obrigação de informar seria a principal do pré-contrato, descaracterizando-a com dever acessório. Parece, todavia, no que se refere ao dever de informar decorrente da boa-fé e deveres de conduta que a distinção entre responsabilidade pré-contratual e contratual se torna desimportante em diversos ordenamentos como o alemão, inglês e italiano<sup>107</sup>.

Com relação aos derivativos contratados entre instituições financeiras e seus clientes, há uma polêmica sobre o caráter acessório (ou não) da consultoria financeira que o banco presta a seus clientes na escolha entre os investimentos disponíveis<sup>108</sup>. A polêmica

---

<sup>104</sup> GHESTIN menciona, por exemplo, Philippe Le Tourneau, mas observa que é inconveniente não distinguir por conta a aplicação da retenção dolosa de informação, dificilmente conformada com a inexecução de uma obrigação contratual. GHESTIN, Jacques, *Traite de droit civil*, p. 580

<sup>105</sup> “Le plus souvent ele n’est qu’une obligation accessoire destinée à permettre la bonne exécution de l’obligation principale.” GHESTIN, Jacques, *Traite de Droit Civil*, p. 578

<sup>106</sup> Cfr. nota 103

<sup>107</sup> BESSONE, Mario e BUSNELLI, Francesco Donato, *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, p. 160

<sup>108</sup> “Il Tuf annovera tali attività tra quelle accessorie, disponendo all’art. 1 comma 6 lett. f) che ‘Per ‘servizi accessori’ si intendono (...) f) la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari’. Tuttavia, su tale attività vi è diversità di opinioni in dottrina e in giurisprudenza circa la sua natura di servizio essenziale ovvero accessorio a quello del servizio di investimento. Al di là di tale dibattito, si è affermata l’esistenza di una consulenza strumentale o incidentale che ‘ogni intermediario può trovarsi a prestare, o anche, spesso, a dover prestare, alla stregua delle regole di comportamento sui servizi di investimento’.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, *L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136*, p. 257

evidencia, contudo, a existência de um dever implícito de informar, em alguns casos tão evidente que se confunde com a obrigação principal<sup>109</sup>. Nesse sentido, afirma-se a relação entre o dever de informar e a causa concreta do negócio, o dever inclui não apenas a simples transmissão de informação, mas deve considerar o interesse a utilidade do contrato para a contraparte<sup>110</sup>.

Importante considerar que todo contrato de investimento entre instituição financeira e cliente implicará algum grau de aconselhamento e, por conseguinte, um dever de informação<sup>111</sup>. Exceção aos casos em que a contratação se resumiu à mera execução de ordem<sup>112</sup>. Apesar de situação comum no mercado de derivativos padronizados, a mera execução de ordem é impossível em contratos negociados, porque a própria construção do contrato implica certa assessoria financeira.

Outra distinção importante está na influência da informação para tomada da decisão de contratar. A violação do dever de informar antes da celebração do contrato pode ser vício de consentimento. A vontade declarada, tão importante para consagração da autonomia privada como fundamento de validade do negócio jurídico, fica prejudicada pelo falso conhecimento das condições que cercavam o contrato. Nesse sentido, a distinção entre (i) informação importante para a efetivação do contrato e (ii) importante para os efeitos esperados a partir do desenvolvimento da relação contratual enquanto operação econômica; faz grande diferença para análise das consequências, conforme se debaterá adiante.

---

<sup>109</sup> No sentido de reconhecer o papel de consultor financeiro do banco, “La ragione è da rinvenirsi nel fatto che, nella materia dell’intermediazione finanziaria, oggetto di valutazione non è un consenso qualunque, giacché il ruolo dell’intermediario è proprio finalizzato ad orientare i risparmiatori a scegliere il tipo di investimento più idoneo al loro concreto profilo di rischio: ‘il risparmiatore prudente non vuole davvero i titoli che l’intermediario colpevole vuol fargli acquistare’. Che non si tratti di una conclusione azzardata e peregrina e testimoniato dal fatto che, come già osservato, anche la corte di Cassazione evidenzia l’esistenza di una pluralità di indici che in sede normativa consente di invalidare il contratto - in termini di nullità - per violazione di una regola di informazione precontrattuale.” GRECO, Fernando, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, p. 141

<sup>110</sup> MAFFEIS, Daniele, *I contratti dell’intermediazione finanziaria*, p. 133

<sup>111</sup> PICCININI, Valentina, *I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive*, p. 216

<sup>112</sup> “Farebbe eccezione a questo principio il solo caso in cui l’attività dell’intermediario si limita alla c.d. execution only da intendersi come attività esplicitamente nella mera esecuzione o trasmissione degli ordini dell’investitore poiché, in questo caso, si può supporre una implicita rinuncia del cliente, il quale richiede la mera esecuzione dell’operazione, a tale attività; sempre che vi sia stata, tuttavia, da parte dell’intermediario, una preventiva individuazione dei limiti quantitativi e delle tipologie di strumenti finanziari, di operazioni e di ordini entro i quali le operazioni sono considerate automaticamente adeguate.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, *L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136*, p. 258

A dogmática tradicional aceita pacificamente a invalidade do contrato celebrado em déficit informacional<sup>113</sup>. A ausência de determinadas informações a impedir a análise racional da parte contratante deve implicar invalidade do contrato<sup>114</sup>. A deficiência menos grave de informação, em outras hipóteses, implicará obrigação de indenizar. O dever de informar, em sentido amplo, verifica-se em diversas teorias tradicionais como erro, dolo, abuso de direito e até *culpa in contrahendo*<sup>115</sup>. Em linha evolutiva da apreensão do consenso como resultante da autonomia privada e capaz de formar o vínculo contratual, o inadimplemento da obrigação de informação deve ser um elemento central<sup>116</sup>.

A assimetria de informação no mercado financeiro é um fato. Entre o intermediário – instituição financeira – e o cliente – seja empresa de grande porte, pequena empresa ou consumidor – sempre haverá alguma diferença informacional. A partir daí, simplesmente atribuir a tutela reparatória em total desequilíbrio a favor do cliente-investidor não soluciona o desequilíbrio, mas substitui o inicial – em favor da instituição financeira – por outro, em favor do investidor. Ao final, o mercado seria extinto ou o custo redistribuído entre instituições financeiras e investidores<sup>117</sup>. É indispensável, portanto, que o demandante da violação de obrigação de informar prove, ao menos o dano e sua extensão, bem como o nexo de causalidade entre o déficit de informação e o dano<sup>118</sup>. O dever de informar pode ser

---

<sup>113</sup> “Guardando la questione dal punto di vista del sistema che soprassedie al meccanismo contrattuale risulta chiaro, a questo punto, che se la razionalità dello scambio viene costituita quale fondamento del corretto esplicarsi dell’autonomia privata, allora la mancanza di razionalità derivante dall’impossibilità di valutare correttamente la reale consistenza delle scelte disponibili costituirà un “peccato originale” dell’autonomia medesima; di tal- ché la strada dell’equiparazione tra difetto di informazione e difetto genetico del sinallagma non apparirebbe per nulla avulsa dalle elaborazioni dogmatiche ortodosse, onde non vi sarebbero ostacoli insormontabili rispetto alla scelta di considerare il contratto disinformato come un contratto gravemente invalido.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 31

<sup>114</sup> “la risposta scontata dovrebbe essere quella in base alla quale l’assenza o l’insufficienza di determinate informazioni impedisce alla razionalità dell’operatore di manifestarsi compiutamente, da ciò derivando una non corretta, se non carente, formazione del consenso, con ovvie ricadute sul piano della validità dell’atto di autonomia privata.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 32

<sup>115</sup> “Num segundo grupo, a culpa in contrahendo prevê deveres de esclarecimento a cargo das partes em negociação. A conclusão de um contrato na base de falsas indicações, de informação deficiente ou, até, de ameaças ilícitas, independentemente da aplicabilidade do regime próprio dos vícios na formação da vontade, implica o dever de indenizar, por culpa na formação dos contratos”, CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, *Da boa-fé no Direito Civil*, p.549

<sup>116</sup> “Ragionando in questi termini, l’inadempimento dell’obbligo informativo potrà ben rappresentare la porta di accesso per una rilettura in chiave evolutiva del requisito del consenso che, da solamente esistente e valido, in quanto correttamente formato (essenzialmente, quindi, in assenza di Vizi della volontà), andrebbe considerato alla stregua di un vero e proprio consenso informato.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 32

<sup>117</sup> VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 136-137

<sup>118</sup> “In altri termini, ciò che si vuole sostenere è che alla asimmetria informativa a vantaggio degli operatori economici più sofisticati non può, perché sarebbe inefficiente ed anche iniquo, affiancarsi, in funzione di bilanciamento, una asimmetria rimediale a tutto vantaggio dei risparmiatori. La necessità di allegare, e provare, l’esistenza di un danno, la sua entità, l’incidenza causale dei fattori che lo hanno determinato (pur anche con il

visto, em linhas gerais, como um limitador à fruição desmedida da posição de igualdade formal e desigualdade formal<sup>119</sup>.

De Poli propõe uma análise do tratamento da assimetria informativa pela intervenção do direito sobre a autonomia privada na formação e desenvolvimento dos negócios. Para tanto, identifica três formas de intervenção: (a) para proteção da parte mais frágil, como notavelmente no contrato de trabalho e de consumo; (b) para controle do mercado, com a estipulação de determinadas regras de transparência para assegurar a livre concorrência e corrigir falhas de mercado; e (c) diretamente no conteúdo do contrato, quando, em um setor regulado, o Estado determina, por exemplo, o preço de um serviço público concedido à iniciativa privada<sup>120</sup>.

Interessante notar que, no mercado financeiro e de capitais, se contrapõe essencialmente direitos patrimoniais disponíveis. Assim, considerando o caráter voluntário da participação – ninguém é obrigado a participar do mercado de capitais – a proteção à parte hipossuficiente tem como finalidade última a integridade do próprio mercado<sup>121</sup>, relevante para o desenvolvimento da atividade econômica na circulação e alocação de recursos para produção.

### 3.1. Dolo

Os vícios do consentimento – tratado aqui apenas o dolo e o erro que se relacionam à informação – compõem uma teoria de nulidade própria dos contratos. A nulidade ocorre não pela ausência de consenso, mas pelo seu defeito<sup>122</sup>.

---

ricorso a tutte le presunzioni del caso e con l'ausilio della regola di inversione, posta dall'art. 23, comma 6, TUF, che vuole la diligenza oggetto di prova da parte dell'intermediario), costituisce il collante minimo necessario al fine di raggiungere un equilibrio stabile tra le istanze di tutti soggetti attori nei mercati finanziari più evoluti.” VIRGA, Walter, *Informazione e Consenso, Modelli economici e regola giuridica*, p. 136

<sup>119</sup> DE POLI, Matteo, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, p. 45-46

<sup>120</sup> DE POLI, Matteo, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, p. 46-65

<sup>121</sup> “Ma, come anticipavo, esiste un limite di liceità anche per la manifestazione di volontà dell'investitore. Questo limite non dipende dal fatto che l'intermediario debba attuare un qualche interesse oggettivo, come malamente si tende a credere, o peggio che l'intermediario debba sostituire la sua volontà a quella dell'investitore quasi si trattasse di un suo affare. Questi sono tutti discorsi basati secondo me su un equivoco. L'equivoco è che si stia proteggendo innanzitutto l'investitore. Non è vero. Si sta proteggendo il mercato. Il limite dipende, di nuovo, dall'esigenza di tutela dell'integrità dei mercati. Il legislatore non protegge l'investitore da se stesso e non protegge l'investitore dall'intermediario; il legislatore protegge il mercato dall'investitore, servendosi dell'intermediario.” MAFFEIS, Daniele, *La natura e la struttura dei contratti di investimento in Rivista di diritto privato*, p. 85

<sup>122</sup> “Viene parimenti respinta la prospettazione secondo cui gli elementi valutativi non forniti siano tali da far ritenere inesistente l'accordo. L'impassibilità di tale assunto deriva dal fatto che, ancora una volta, sussistendo le manifestazioni di volontà di entrambi i contraenti, ti comportamenti perturbativi e maliziosi, ed eventualmente quelli omissivi, posti in essere nella fase precontrattuale possono costituire il presupposto

O dolo é o comportamento juridicamente relevante capaz de provocar na contraparte a falsa percepção da realidade, induzindo-a a um consenso que, de outra forma, não ocorreria. Como vício do consentimento, o dolo pode se manifestar pelo comportamento ativo da parte – emprego de ardis e artificios para confundir a contraparte – ou de forma omissiva, pela ocultação de informações e fatos que, revelados à contraparte, a fariam desistir da contratação<sup>123</sup>. Nesse sentido, inclusive, o artigo 147 do Código Civil:

Art. 147. Nos negócios jurídicos bilaterais, o silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado, constitui omissão dolosa, provando-se que sem ela o negócio não se teria celebrado.

Sem debater ainda o problema da prova, destaque-se que a informação é um elemento central do dolo, de fundamental importância no mercado de contratos derivativos. São notórios os relatos de contratos celebrados com algum nível de ignorância dos termos do próprio contrato e das condições que cercavam a contratação<sup>124</sup>.

Do prisma da informação, temos fundamentalmente o dolo comissivo, pelo fornecimento de informação imprecisa ou incorreta e o dolo omissivo pela ocultação de informação. Michele Lobuono propõe a avaliação de três condutas dolosas<sup>125</sup>: (i) a “maquinação”, compreendida como uma espécie de conspiração, com o emprego de artificios e manobras diversos a fim de criar uma falsa representação da realidade; (ii) a mentira; e (iii) a omissão dolosa ou retenção intencional de informações.

Em princípio, a “maquinação” conduz a anulação do contrato sem maiores questionamentos, apenas se impondo à verificação do nexo de causalidade entre a maquinação e a decisão de contratar. A mentira deve ser avaliada para configuração dolo em sua potencial capacidade de causar a percepção enganosa na contraparte, tendo em vista as

---

dell'azione di annullamento, se determinativi di un vizio del non certo della nullità per mancanza di accordo.” SCHIAVONE, Giovanni, *La violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>>* in *Obbligazioni e contratti*, p. 921

<sup>123</sup> “Sul piano descrittivo occorre rilevare che il dolo-vizio consiste sia nel trarre in inganno la parte interessata con notizie false, con parole o con fatti, direttamente o tramite terzi (dolo comissivo), sia nel nascondere circostanze o fatti decisivi alla conoscenza altrui (dolo omissivo). In sostanza il dolo è causa di annullamento del contratto allorché gli artifici, i raggiri, le menzogne e gli altri comportamenti ritenuti giuridicamente rilevanti ai fini del vizio in esame, abbiano determinato nella controparte una rappresentazione alterata della realtà inducendola a prestare un consenso che altrimenti sarebbe mancato (Cass., 3 aprile 2003, n. 5166).”, AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p.1082

<sup>124</sup> Como os relatados em PARTNOY, Frank, *F.I.A.S.C.O.: blood in the water on Wall Street*

<sup>125</sup> AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 1083 e ss.



circunstâncias do negócio e a qualidade e condições do destinatário<sup>126</sup>. Nesse sentido, a avaliação do dolo converge com o julgamento da conduta das partes segundo a cláusula geral de boa-fé. Conforme e debaterá adiante mais detalhadamente, o comportamento das partes deve ser analisado segundo um padrão ético abstrato, mas levando em conta as circunstâncias concretas para avaliação dos interesses em conflito.

A disciplina dolo no Código Civil consagra a causa como fator de anulação do negócio jurídico. Não por acaso, a avaliação do dolo conduz ao problema da causa. A mentira que levou à contraparte a um erro sobre a causa concreta – utilidade esperada do contrato – deve ser suficiente para anular o contrato. Entretanto, a mentira que doura a realidade e faz parecer o contrato melhor do que realmente é, mas não afeta a decisão de contratar, tampouco a utilidade esperada, deve ser tratada como *dolus bonus*<sup>127</sup>.

A dificuldade, assim como na aplicação prática da boa-fé, está na distinção entre a informação imprecisa capaz de alterar a percepção da parte contratante sobre causa concreta do negócio ou não. Nesse sentido, a avaliação deve considerar a capacidade da parte potencialmente lesada<sup>128</sup> e as demais condições do negócio, para determinar se a imprecisão da informação poderia concretamente enganar a contraparte agindo com normal diligência<sup>129</sup>. As condições circundantes – documentos, outras informações trocadas, outros contratos celebrados entre as partes – avaliam-se concretamente, enquanto a diligência normal deve ser compreendida como a média de agentes que atuam naquele mercado.

O dolo omissivo é de análise mais delicada, e causa alguma dúvida especialmente quando remete à reflexão do elemento subjetivo: a não revelação da informação seria uma negligência escusável ou uma retenção maliciosa de conhecimento

---

<sup>126</sup> “In tal senso, si afferma la necessità di procedere alla valutazione del comportamento tenuto dall’autore delle menzogne avendo riguardo ‘alle circostanze di fatto e alle qualità e condizioni dell’altra parte’ (Cass. 28 ottobre 1993, n° 10718).”, AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in *Diritto Civile*, p. 1083-1084

<sup>127</sup> “Si è autorevolmente affermato, peraltro, che sul piano strettamente giuridico il criterio di delimitazione fra dolo illecito e furberia lecita (*dolus bonus*) debba essere desunto dalla correttezza a cui le parti sono tenute nel condurre delle trattative, valutata, in modo contingente e variabile, alla stregua della ‘pratica comune del traffico’”. AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in *Diritto Civile*, p. 1084

<sup>128</sup> A esse respeito, cfr. item sobre o investidor qualificado

<sup>129</sup> “Il dolo, quale vizio della volontà e causa di annullamento del contratto, può consistere nell’ingannare con notizie false la parte interessata, ma il mendacio configura un comportamento doloso soltanto se, valutato in relazione alle circostanze di fatto ed alle qualità e condizioni dell’altra parte, sia accompagnato da una condotta costituita da malizie ed astuzie volte a realizzare l’inganno voluto e idonee in concreto a sorprendere una persona di normale diligenza. A questi principi, costantemente enunciati dalla giurisprudenza (v. tra le tante sent. 18 gennaio 1979, n. 363; 6 febbraio 1982, n. 683; 12 gennaio 1991, n. 257; 29 agosto 1991, n. 9279)”, trecho da decisão da Corte de Cassação italiana, sez. II, de 28 de outubro de 1993, REALMONTE, Francesco, La rilevanza del *dolus bonus*, un’altra occasione perduta in *I contratti*, p.130

sobre o contrato<sup>130</sup>? É preciso que, no contexto da relação, seja possível verificar a intenção de iludir com a informação omitida<sup>131</sup>.

A diligência é determinante para a tutela do dever de informar. Isso porque, a informação imprecisa que fundou a contratação pela parte negligente não traz consequências jurídicas. Por exemplo, se o gerente do banco informou pelo telefone equivocadamente a cotação do dólar e, com isso, induziu a erro um cliente que celebrou um contrato futuro de câmbio, parece um pouco exagerado anular o contrato futuro por dolo. Especialmente, porque há inúmeras formas de verificar a cotação do câmbio e se inclui na normal diligência conferir os dados mais importantes – senão todos – antes de celebrar o contrato. É certo que nenhum instituto analisado protege a parte negligente<sup>132</sup>. Defende-se a adoção de *standards* de diligência adequados à qualificação das partes. Mesmo excluídos da presente análise os consumidores, pessoas físicas e equiparados, é possível distinguir diferentes capacidades de compreender e processar as informações trocadas acerca do contrato.

Pode se dizer, portanto, que a aplicação da boa-fé e, por conseguinte, da relativização do contrato pela violação do dever de informar, tem como limite a culpa da parte potencialmente prejudicada<sup>133</sup>. Assim, sempre que a parte puder – agindo com normal

---

<sup>130</sup> “Dolo omissivo che per lo più assume la forma della reticenza e la conseguenza dell'annullamento. Ma si può sostenere che il semplice non dire sia raggiro? E comunque il dolo presuppone un'intenzione ingannatoria. Quand'anche il solo tacere fosse raggiro potremmo sostenere che il silenzio sia intenzionalmente ingannatoria? Sono i limiti della risposta in termini di annullabilità.” GENTILI, Aurelio, Informação contrattuale e regole dello scambio in *Rivista di diritto privato*, p. 570

<sup>131</sup> “A prescindere, comunque, dai doveri informativi espressamente previsti, l'inadeguatezza di rimedi tradizionali individuabili nel codice civile per tutelare la parte che dispone di minori informazioni è ben rappresentata dalle conseguenze giuridiche della reticenza, ed in particolare della disciplina sul c.d. dolo omissivo, quale causa di annullamento del contratto. A tal proposito, infatti, non è sufficiente il semplice silenzio o la reticenza del contraente, ma occorre che tale comportamento passivo si sia inserito in una condotta che si configura, nel complesso, quale malizia o astuzia volta a realizzare l'inganno perseguito, salvo comunque che un obbligo di informazione non sia normativamente previsto, come si desume dai già richiamati artt. 1892 e 1893 c.c. in tema di assicurazione.” FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 372

<sup>132</sup> “La Corte doveva accertare se il complesso del contegno, negoziale ed extraneoziale, del F rivelava l'intento di trarre in inganno il Marcovic, se tra l'attività ingannatrice e il consenso prestato dal promittente venditore sussisteva nesso di causalità psicologica desumibile dalle circostanze e dai comportamenti esteriori, se, infine, ricorreva l'adeguatezza dei mezzi usati *ad decipiendum alterum*, rapportata alla normale diligenza ed al normale buon senso di cui il Marcovic doveva essere fornito perché ne fosse tutelabile l'affidamento, dato che la buona fede riceve protezione solo se non sia costituita da negligenza o ignoranza.”, trecho da decisão da Corte de Cassação italiana, sez. II, de 28 de outubro de 1993, REALMONTE, Francesco, *La rilevanza del dolus bonus, un'altra occasione perduta in I contratti*, p.131

<sup>133</sup> “Come si comprende, tutto dipende allora dall'interpretazione dell'art. 1337 c.c. Se si ritiene - come apoditticamente afferma la Suprema Corte - che la regola di comportamento secondo buona fede incontri un limite nella colpa dell'altra parte, vi è infatti spazio per configurare la liceità di un inganno riconoscibile con l'ordinaria diligenza; ove invece si attribuisca all'art. 1337 una portata tale da ricomprenderne anche le scorrettezze che la vittima avrebbe potuto riconoscere con l'ordinaria diligenza, la tradizionale liceità del dolus

diligência – reconhecer o déficit de informação, não será juridicamente tutelada em caso de prejuízo decorrente do contrato. O mesmo fundamento moral se apresenta na tradicional licitude do *dolus bonus*. O dolo, portanto, é reconhecido e capaz de provocar a anulação do contrato apenas quando a informação incorreta ou omitida não puder ser identificada como tal pela parte de normal diligência<sup>134</sup>.

### 3.2. Erro

O mais elementar dos vícios do consentimento é o erro. Quando o agente, por desconhecimento ou falso conhecimento das circunstâncias, age de um modo que não seria sua vontade, se conhecesse a verdadeira situação, diz-se que procede com erro.<sup>135</sup>

O erro é definido pela doutrina clássica como um problema da declaração de vontade decorrente da ausência de verdade<sup>136</sup>. As definições repetidas e ajustadas pelos juristas do século XX provavelmente tem origem em Saleilles, como indica Serpa Lopes<sup>137</sup>.

A despeito da relativa uniformidade da doutrina acerca do conceito de erro, é notável a dificuldade da definição de vontade verdadeira, segundo o entendimento e a compreensão de cada jurisdicionado. Sem maiores elucubrações, é possível concluir que a verdade ou a vontade verdadeira pode ser completamente ou ligeiramente distinta para cada um dos habitantes do planeta. Apesar da relativa facilidade de enunciação do conceito, a definição baseada na vontade real pouco contribui para aplicação do erro como elemento capaz de invalidar o negócio jurídico.

---

bonus è destinata a venir meno.”, REALMONTE, Francesco, La rilevanza del dolus bonus, un’altra occasione perduta in I contratti, p.132-133

<sup>134</sup> “Potrebbe tuttavia sorgere il dubbio che - comportando il dolo determinante l’annullamento del contratto - trovi in questo caso applicazione l’art. 1338 c.c.: in presenza di una convenzione annullabile si potrebbe ritenere che rilevi esclusivamente il raggio non riconoscibile con l’ordinaria diligenza. A ben vedere il dubbio non ha tuttavia ragione di porsi; nel nostro caso infatti oggetto della mancata (o falsa) informazione non è una causa di invalidità del contratto (giacché l’annullabilità costituisce l’eventuale conseguenza, non già il contenuto dell’omessa comunicazione), quanto piuttosto una circostanza rilevante dell’affare. Trova pertanto applicazione la regola generale per cui rileva anche il raggio riconoscibile con l’ordinaria diligenza.”, REALMONTE, Francesco, La rilevanza del dolus bonus, un’altra occasione perduta in I contratti, p.134

<sup>135</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva, Instituições de Direito Civil, 24ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2011, p. 432.

<sup>136</sup> Assim, por exemplo, “Se o que o figurante do ato jurídico tinha por verdadeiro não no é, dá-se o erro.” MIRANDA, Pontes de, Tratado de Direito Privado, 3ª Ed., Tomo IV, Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1954, p. 271.

<sup>137</sup> “Consoante o conceito de Saleilles, o erro implica a falta de concordância entre a vontade verdadeira, isto é, a vontade interna, e a vontade declarada.” SERPA LOPES, Miguel Maria de, Curso de Direito Civil, p. 378.

Para compreensão da aplicação, é necessário analisar os elementos que contribuem para distinguir as situações fáticas capazes de ensejar a aplicação das consequências do erro. Para ensejar a anulação do negócio, o erro deve ser substancial e inescusável<sup>138</sup>. A despeito de haver grande discussão sobre a positivação desse segundo elemento no Código Civil de 2002, boa parte da doutrina<sup>139</sup> considera a escusabilidade como elemento lógico do erro capaz de anular o negócio jurídico. Isso porque, o erro grosseiro, cometido por pessoa negligente na avaliação de seus negócios, não merece proteção jurídica.

Segundo Ghestin, a anulação do negócio jurídico se baseia em dois conceitos contrapostos: o vício de consentimento da vítima do erro e a culpabilidade pelo erro. Se a parte que contratou em erro o fez por sua culpa e o erro foi inescusável, não haverá liberação da obrigação assumida<sup>140</sup>.

Por essas razões, abordaremos as características do erro substancial e escusável.

### 3.2.1. Erro substancial

De princípio, as delimitações conceituais de erro substancial e escusável tem como propósito último identificar o erro capaz de causar a anulação do negócio jurídico. Assim, não se trata de categorizar diversas situações na formação dos negócios por apreço à precisão científica, mas de resolver um problema prático: identificar os negócios em formação em que houve erro – no sentido de fundamento para anulação do negócio jurídico.

O erro irrelevante é também desimportante para a validade do negócio jurídico. Por exemplo, se o comprador de caixas de papelão acreditava comprar as embalagens da empresa A, quando na verdade comprou da B, que fabrica produtos de qualidade equivalente, não há que se falar em anulação do negócio. Se o adquirente de um

---

<sup>138</sup> “Pour justifier l'annulation d'un contrat, l'erreur doit: 1° avoir déterminé le consentement de celui qui s'oblige; 2° être excusable, c'est-à-dire ne pas être la conséquence d'une faute de celui qui s'en prévaut; 3° avoir atteint une qualité expressément ou tacitement convenue. En outre, il est tenu compte de la mauvaise foi du cocontractant qui rend l'erreur excusable en toute hypothèse et prive toute efficacité les stipulations par lesquelles la victime de l'erreur aurait accepté le risque d'une erreur éventuelle.” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 356

<sup>139</sup> Segundo Caio Mário, Oertmann julga dispensável que o erro seja escusável. PEREIRA, Caio Mário da Silva, *Instituições de Direito Civil*, 24ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2011, p. 436.

<sup>140</sup> “On peut également, et c'est la véritable optique, voir dans l'article 1110 le moyen de protéger un individu qui s'est trompé ou qui a été trompé. Cette protection est alors refusée à celui qui s'est trompé par sa faute, et dont l'erreur est inexcusable. Ces deux conceptions s'opposent essentiellement. La première s'attache à un certain état de l'acte critiqué qui serait valable ou nul, selon que le consentement a ou non été vicié. La seconde considère les intérêts respectifs des parties en présence. Elle recherche celle qui mérite réellement d'être protégée. C'est a priori la victime de l'erreur qui s'est obligée sans le vouloir réellement, mais la protection de la loi sera refusée si l'erreur est inexcusable.” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 159

lote de caixas de papelão acreditava que as caixas adquiridas eram marrons quando na verdade são brancas, não há razão para anulação do negócio. Em regra, a cor de caixas de papelão para transporte não tem qualquer influência na sua utilização. Contudo, neste segundo exemplo, é possível tornar a cor um elemento relevante. Caso o comprador inclua na declaração negocial que compra as caixas para pinta-las de acordo com sua marca e embalar seus produtos, a cor será qualidade relevante do objeto do contrato.

Com este exemplo simples, é possível vislumbrar que a *relevância* do erro *per se* é pouco esclarecedora. A definição é quase circular, na medida que identifica a capacidade de o erro causar anulação com a sua importância para o negócio jurídico. É intuitivo pensar que o erro superficial não deveria afetar a validade do negócio. A dificuldade remanesce na identificação de quais situações devem ser compreendidas como *erro relevante*. Assim, é louvável que o Código Civil traga os elementos caracterizadores do erro substancial:

Art. 139. O erro é substancial quando:

I - interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração, ou a alguma das qualidades a ele essenciais;

II - concerne à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração de vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante;

III - sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for o motivo único ou principal do negócio jurídico.

A divisão dos tipos nos incisos tem como pano de fundo o grupamento de características do erro quanto ao objeto, à pessoa e ao direito aplicável ao negócio em tela. Obviamente, são características alternativas, isto é, se o erro se refere ao objeto, não é necessário que haja qualquer confusão em relação à pessoa ou ao direito para que seja considerado substancial. Passamos a analisar cada uma dessas categorias:

#### 3.2.1.1. Natureza do negócio

Um dos mais frequentes exemplos de erro na doutrina refere-se à natureza do negócio. O sujeito que vendeu o imóvel quando em verdade pretendia aluga-lo contratou em erro. Trata-se de um caso rudimentar de difícil ocorrência. Todavia, considerando a autonomia privada e as infinitas possibilidades de formatação de novos negócios jurídicos, o erro quanto à natureza não é questão banal.

O problema da tipicidade dos contratos remonta ao direito romano clássico. Não havia, como no direito moderno, a noção de direito subjetivo. A tutela jurídica, inclusive

dos contratos, dava-se por meio de ações. Assim, em princípio, existiam ações para determinados contratos típicos. Aos poucos, o próprio direito romano passou a conferir ação para arranjos similares, mas foi apenas no período pós revolução francesa, com a exacerbação da liberdade de contratar e a elevação do contrato ao posto de máxima expressão da livre iniciativa, que floresceu a disciplina dos contratos atípicos.

Outro exemplo claro de importância da tipicidade está na disciplina dos títulos de crédito, de enorme relevância para economia moderna, como indica Ascarelli na célebre citação:

Se nos perguntassem qual a contribuição do Direito Comercial na formação da economia moderna, outra não poderíamos, talvez, apontar que mais, tipicamente, tenha influído nessa economia do que o instituto dos títulos de crédito<sup>141</sup>.

No regime jurídico dos títulos de crédito, a segurança jurídica tem lugar de destaque. Para tornar possível transportar a riqueza de forma eficiente e antecipar os recursos ainda a ser produzidos, era fundamental assegurar aos portadores e destinatários de títulos de crédito um direito certo, seguro e incontestável. O formalismo característico dos títulos de crédito inclui tradicionalmente a tipicidade<sup>142</sup>. Aquele que recebe uma nota promissória ou uma letra de câmbio sabe exatamente os efeitos potenciais e os limites de seu direito segundo o ordenamento vigente. Da mesma forma, mas em menor potência – porque a disciplina dos contratos apresenta mais normas dispositivas e aceita cláusulas atípicas – quem contrata um compra e venda ou uma locação conhece a disciplina a que se sujeita e, portanto, pode prever os efeitos jurídicos segundo o ordenamento.

Enfim, a importância da classificação dos contratos em típicos ou atípicos remete à atração de um regramento específico previsto do direito positivo. Assim, ao contratar um depósito, as partes estão conscientes que se sujeitam às regras dos artigos 627 e seguintes do Código Civil. O erro quanto à natureza do negócio em contratos típicos é de importante consequência, porque submete a relação negocial a um regramento diverso do pretendido por uma das partes. Em um contrato atípico, como o de conta corrente que comumente se celebra entre consumidor e instituição financeira, o erro quanto à natureza não tem consequências em relação ao direito aplicável.

---

<sup>141</sup> ASCARELLI, Tulio, Teoria Geral dos Títulos de Crédito, Campinas, Servanda, 2013, p. 33.

<sup>142</sup> Apesar de o direito moderno, inclusive o brasileiro e o italiano que o inspirou, admitirem a emissão e circulação de títulos atípicos.

Ademais, independentemente da natureza jurídica e, portanto, considerando apenas a natureza econômica; nos negócios atípicos, o erro quanto à natureza é de constatação difícil. A observação aproveita apenas os negócios juridicamente e socialmente atípicos. Por exemplo, houve um tempo em que o *leasing* era praticado com certa profusão, sendo, portanto, socialmente típico, sem direito positivo que o regulasse. Surge em 1974 a Lei nº 6.099 que disciplina os efeitos tributários do arrendamento mercantil, mas não há diploma legal a regular o tipo contratual. Nessa situação curiosa: o ordenamento regula efeitos tributários, mas não o próprio negócio; remanesce polêmica acerca da tipicidade do contrato, que não se pretende debater neste trabalho. Importa apenas destacar que, mesmo no período em que era inegavelmente atípico – do prisma jurídico –, quem contratava o *leasing* sabia, ou deveria saber pela difusão do contrato, que efeitos dele esperar. Portanto, se o locatário pretendia contratar *leasing* quando na verdade contratou locação, ainda que considerássemos o *leasing* um contrato atípico, é relativamente simples identificar o erro quanto à natureza do negócio.

O mesmo vale para os contratos derivativos. As espécies – termo, futuro, opção e *swap* – indicadas acima, apesar de serem contratos atípicos são razoavelmente difundidas e, por conseguinte, podem ser consideradas socialmente típicas. É um impulso natural da atividade econômica padronizar os contratos para reduzir custos de transação<sup>143</sup>.

Em oposição, em um arranjo contratual complexo e atípico, como um pré-contrato em que as partes assumem obrigações de colaboração e investimento objetivando a constituição futura sociedade para desenvolvimento de um empreendimento de vulto, é bastante mais improvável ter êxito na demonstração de que a parte pretendia celebrar um contrato de determinada natureza, mas acabou por celebrar outro.

### 3.2.1.2. Erro sobre o objeto principal

O *error in corpore* é o erro por excelência, atinge o núcleo da declaração negocial. Incorre nesse quem, por exemplo, comprar um terreno quando na verdade julgou comprar o terreno vizinho, com a edificação nele presente. A doutrina se refere a exemplos singelos:

O equívoco é quanto ao objeto, e.g., entregou o relógio suíço, em vez do francês, que fora o vendido, ou o embrulho com os livros a, b e c, em vez do embrulho com os livros p, q e r, ou somente p, ou o e q. Porque houve manifestação de vontade,

---

<sup>143</sup> LENER, Raffaele, Forma contrattuale e tutela del contraente non qualificato nel mercato finanziario, p. 4

embora não aquela, com que se deu a coisa, o ato entra no mundo jurídico, e para se livrar dos seus efeitos o manifestante tem de propor ação para o desconstituir.<sup>144</sup>

A possível polêmica na identificação desse tipo de erro apenas teria lugar em contratos atípicos e complexos, nos quais identificar o principal objeto pode ser mais tortuoso. Por exemplo, um contrato de empreitada conhecido como *EPC – Engineering, Procurement and Construction*, envolve uma série de atividades e obrigações como a elaboração de projetos, seleção de fornecedores, compra e locação de equipamentos, supervisão de obras, entre outras. Assim, se o erro versar sobre a abrangência dos projetos ou a realização de determinado procedimento para seleção de fornecedores, é mais difícil identificar categoricamente o objeto principal e, por consequência, o erro a ele referente. Nos derivativos complexos, é possível enfrentar também dificuldade em dizer se determinado elemento do contrato integra o objeto principal.

De qualquer forma, não se exige maior desenvolvimento teórico para compreensão da questão. A análise de jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça indica que a definição de objeto principal e o erro a ele referido se trata de questão fática – não analisada pelo tribunal em razão da súmula 7.

Acerca do contrato derivativo, como mencionado em outros pontos do trabalho, é fundamental identificar o modelo de contratação. Se objeto do contrato é a prestação de serviços de investimento, como no contrato de assessoria financeira com o Banco, o preço dos serviços é elemento essencial e o erro a seu respeito causaria anulação do contrato<sup>145</sup>. Se o objeto do contrato é o risco, como no contrato derivativo, o banco pode figurar como mero intermediário, assumindo a taxa de serviço ou corretagem um caráter acessório. Sempre que forem contrapartes diferentes – no contrato de intermediação e no derivativo em si – a anulação do derivativo não ocorrerá por qualquer defeito na relação com o intermediário, inclusive em relação ao preço dos serviços de intermediação.

### 3.2.1.3. Erro sobre qualidade essencial

A mesma reflexão sobre a delimitação do que consistiria o objeto principal do negócio encontra aplicação na definição de qualidade essencial. Isso porque, dependendo de como se interpreta o negócio, determinada qualidade do objeto deverá ser considerada essencial ou não. O exemplo da cor das caixas de papelão referido supra dá uma indicação

---

<sup>144</sup> MIRANDA, Pontes de, Tratado de Direito Privado, Tomo IV, Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1954, p. 289.

<sup>145</sup> SANGIOVANNI, Valerio, Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria in Diritto comunitario e degli scambi internazionali, p. 378



de possível interpretação para tornar o erro quanto a cor substancial ou acidental, a depender do uso das caixas. Nesse caso, a solução do problema vem com a verificação da vontade declarada. Isto é, para considerar o uso especial das caixas como embalagens a serem estampadas, é preciso que o contrato indique esta condição ou que de outras informações ela possa ser inferida. Do contrário, considera-se que, para o uso normal de caixas de papelão, a cor é irrelevante.

A interpretação mais razoável, como sugere Couto e Silva ao tratar dos deveres laterais, indica que a finalidade do negócio deve ser considerada apenas quando externada e jungida à declaração negocial. No caso dos derivativos, a finalidade, em princípio, deve ser a transferência de risco. Os objetivos de *hedge*, arbitragem e especulação só devem ser considerados na interpretação do erro se expressamente constantes do instrumento negocial. Se a parte contratante pretendia com o derivativo proteger-se de determinado risco mas guardou esta intenção para si, a modificação de qualidade que afeta apenas a capacidade de utiliza-lo como *hedge* de outra operação não ensejaria a anulação por erro.

#### 3.2.1.4. Erro quanto à pessoa

Um olhar desatento poderia conduzir à errônea conclusão de que o erro quanto à pessoa contraria importantes preceitos constitucionais, como o artigo 5º da Constituição Federal. Se todos são iguais perante a lei, porque se poderia pleitear a anulação de negócio contraído com pessoa A, quando se pensou contratar com pessoa B.

Em que pese a presunção de igualdade, há determinadas obrigações que se contrata em razão de qualidades do obrigado. O Direito reconhece e protege as obrigações *intuito personae*. O contrato com uma banda musical para um show durante um evento não pode ser adimplido por outro grupo, que não o contratado. Outro exemplo legítimo de distinção quanto à pessoa está nos contratos em que se presta garantia pessoal, como a fiança e o aval. Ter uma obrigação avalizada por um sujeito de vasto patrimônio produz efeitos diversos do mesmo aval dado por pessoa desprovida de bens.

O próprio texto legal traz o elemento distintivo das obrigações contratadas em razão da pessoa. Em oposição, nos negócios que podem ser executados por indistintas pessoas, por exemplo, o fornecimento de produto comum, de qualidade invariável, não se cogita a anulação por erro.

Nos derivativos, a modificação da capacidade financeira ou negocial da contraparte pode ser determinante para a mensuração do risco de inadimplemento. Por

exemplo, em um contrato cuja a remuneração está atrelada à qualidade de créditos de terceiros cedidos ao emissor do derivativo, a capacidade técnica da contraparte de analisar a qualidade dos créditos – ativo subjacente – muitas vezes é determinante para o desempenho da carteira. Assim, se a instituição adquirente dos créditos é B e não A, a qualidade da carteira de créditos e, portanto, do derivativo, pode ser bastante diversa. Especialmente, quando os créditos originais são de pequeno valor, a conferência documental se torna economicamente inviável. Nessa hipótese, a confiança da contraparte ganha importância e é determinante para conclusão do negócio.

#### 3.2.1.5. Erro de direito

A aceitação do erro de direito é matéria polêmica na doutrina nacional, tendo sido afastada a sua aplicação por Clóvis Beviláqua, admitida por Espínola e aceita por Serpa Lopes com reservas<sup>146</sup>. Trata-se de justa controvérsia. O princípio geral do direito da impossibilidade de alegação de ignorância da Lei para justificar a sua não observância e possibilidade de anular o negócio em razão justamente do desconhecimento da lei é um paradoxo<sup>147</sup>.

De um lado, o artigo 139, inciso III, transcrito supra, prevê expressamente a possibilidade de erro substancial fundado em erro de direito. De outro lado, o art. 3º da Lei de introdução prevê: “Ninguém se escusa de cumprir a lei, alegando que não a conhece.” A interpretação conciliadora vem sugerida no próprio inciso III do artigo 139: todos continuam obrigados ao cumprimento da Lei, tenham dela consciência ou não; todavia, a ignorância de determinado dispositivo legal, quando determinante para conclusão do negócio, enseja sua anulação.

Em que pese a adequação formal, a interpretação ainda causa um certo desconforto, na medida que traz como fundamento para anulação do negócio a alegação de ignorância da Lei – mesmo que, com isso, não se pretenda descumpri-la de qualquer forma. Em outras palavras, o destinatário da declaração – supostamente emitida em erro – é induzido a pensar que o declarante conhecia a Lei e ainda assim decidiu celebrar o negócio. O *error iuris* deveria, portanto, abarcar de uma só vez o declarante e o destinatário da

---

<sup>146</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva, Instituições de Direito Civil, 24ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 438.

<sup>147</sup> “O jurista moderno sente-se constrangido entre dois planos: de um lado, a sensível realidade da vida, que aconselha acolhimento do erro de direito; e, de outro lado, o princípio da obrigatoriedade da lei, que é fundamental elemento de segurança social. Numa tentativa de conciliação, ora a doutrina do *error iuris* vem espiritualizada com o elemento boa-fé, ora se lhe faz aderir a ressalva de ser admissível a defesa fundada no erro de direito, desde que não vise à recusa de aplicação de uma norma de ordem pública.” PEREIRA, Caio Mário da Silva, Instituições de Direito Civil, 24ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 439.

declaração. Nesse sentido, uma combinação do erro de direito com a cognoscibilidade pode apresentar bons resultados, como se debaterá a seguir.

#### 3.2.1.6. Erro escusável

O erro escusável é aquele cometido sem culpa do declarante. Aquele que emite a declaração em erro não pode ter cometido erro grosseiro, que qualquer pessoa de diligência normal não cometeria. Retomando o exemplo singelo, quem julga vender imóvel próprio quando na verdade doa e comparece ao cartório para outorgar escritura de doação comete erro grosseiro e, por conseguinte, inescusável. A alegação de ignorância de cláusula escrita ou do conteúdo da escritura pública, lida pelo tabelião de notas no momento da lavratura, é inescusável.

Considerando que a análise da escusabilidade deve ocorrer de forma abstrata, mirando o comportamento médio, é preciso carrear elementos do caso para delimitar seus contornos. Por exemplo, como se fez acima ao tratar da diligência esperada do administrador, regulada em outro diploma legal.

Nesse sentido, a doutrina<sup>148</sup> aponta, com razão, que a escusabilidade deve ser analisada *in abstracto*. Em que pese o Código Civil não ter positivado a exigência de ser o erro escusável, ao tratar da cognoscibilidade, infere-se a análise abstrata da culpa na ocorrência do erro. A despeito do silêncio do direito posto, a escusabilidade é importante requisito para definição e moderação do erro:

Ora, é exatamente através dessa última exigência, a escusabilidade do erro, que se pode dizer que doutrina e jurisprudência contribuíram, de forma sensível, para moderar um possível excesso de subjetivismo. Os autores posteriores ao Código, a começar por Clóvis, apesar do silêncio da lei, sempre incluíram entre os pressupostos para a anulação o fato de o erro não provir de culpa do próprio declarante.<sup>149</sup>

A escusabilidade é o contributo da teoria do erro mais importante para delimitação do dever de informar. Ghestin afirma que, ao contrário do proposto por Mazeaud, a escusabilidade não é um cancelamento da anulação, mas um elemento da teoria

---

<sup>148</sup> Por exemplo, Junqueira de Azevedo e Caio Mário.

<sup>149</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*, 4ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 114-115

do erro, que se afirma como um mecanismo de proteção dos contratantes, não mera decorrência lógica da autonomia privada<sup>150</sup>.

A escusabilidade acrescenta o elemento moral ao erro, quando faz refletir sobre a culpabilidade da negligência daquele que não se informou sobre as condições do negócio que iria celebrar<sup>151</sup>. Questiona-se, portanto, a boa-fé daquela que erra. Confiar na própria negligência para fugir de seus compromissos é conduta identificável com a má-fé<sup>152</sup>.

Nesse sentido, a boa-fé é identificada como um elemento central da teoria do erro: primeiro porque sanciona a má-fé da parte que contrata com a vítima do erro; depois, quando avalia a conduta da vítima pelo filtro da escusabilidade<sup>153</sup>.

### 3.2.1.7. Erro reconhecível

A cognoscibilidade é outro importante fator moderador e aponta para segurança social na conclusão dos negócios:

---

<sup>150</sup> L'erreur inexcusable est ainsi un élément constitutif de la théorie de l'erreur. Il faut que celle-ci ait déterminé le consentement de celui qui s'en prévaut, mais il faut aussi qu'elle ait été excusable. Ce sont là deux conditions dont dépend au même titre la protection de la victime de l'erreur. Sans doute, une telle explication n'est-elle valable qu'à la condition de renoncer à concevoir la nullité pour erreur comme une manière d'être du contrat, et d'y voir plus simplement un moyen de protection. Mais c'est seulement cette seconde conception qui permet d'expliquer de façon satisfaisante les limites de la nullité pour erreur. Sinon, il faut admettre avec MM. Mazeaud une paralysie des effets de l'annulation, c'est-à-dire un double effet négatif, qui ne correspond pas à la réalité des choses. En fait, l'annulation n'est pas prononcée parce que la victime de l'erreur ne mérite pas d'être protégée. Ce qui implique bien que la nullité pour erreur est essentiellement un moyen de protection et non la conséquence purement logique du principe de l'autonomie de la volonté. ” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 162

<sup>151</sup> “Lorsque l'erreur ne résulte que de l'économie même du contrat, sans constituer cependant une erreur directe sur la valeur des prestations, le juge déclarera cette erreur inexcusable faute pour le demandeur d'avoir pu justifier des motifs de son erreur. La notion d'erreur inexcusable présentera également un intérêt propre lorsque les explications proposées par le demandeur exigeront une appréciation morale. Le juge examinera si les motifs invoqués par la victime de l'erreur, afin de justifier celle-ci, ne montrent pas qu'il a fait preuve d'une légèreté ou d'une négligence coupable. En un mot, il recherchera si les motifs invoqués pour justifier l'existence de l'erreur constituent une excuse valable de cette erreur.” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 165

<sup>152</sup> “Liée à la preuve de l'erreur, la notion d'erreur excusable est également en rapport étroit avec l'appréciation de la bonne foi de la victime de l'erreur. Lorsque l'erreur est inexcusable, le juge est autorisé à penser, soit que le demandeur se fait plus sot qu'il n'est en réalité, afin d'échapper à ses engagements, soit qu'il a fait preuve d'un sottise ou d'une légèreté coupable. Dans l'un et l'autre cas, le demandeur peut être considéré comme de mauvaise foi, si l'on donne à cette expression sa signification la plus large. Il est, en effet, contraire à la bonne foi de se prévaloir de sa propre négligence pour échapper à ses engagements. La notion d'erreur inexcusable apparaît ainsi comme le moyen de sanctionner la mauvaise foi du demandeur en annulation. Elle ne constitue application pure et simple du principe de responsabilité.” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 165

<sup>153</sup> “Elle tient compte, en effet, de l'attitude du demandeur en annulation. Elle sanctionne en même temps la mauvaise foi du cocontractant puisque celui-ci ne peut alors se prévaloir de la légèreté dont a fait preuve la victime de l'erreur. Elle constitue, en définitive, une application particulière du principe de la bonne foi qui domine toute la matière. Le juge n'examine pas l'influence exercée par l'erreur sur la psychologie du demandeur, il recherche également si celui-ci mérite protection, et refuse si l'erreur lui paraît inexcusable. La bonne foi des parties est ainsi un élément essentiel de la théorie de l'erreur. ” GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 166

Art. 138. São anuláveis os negócios jurídicos, quando as declarações de vontade emanarem de erro substancial que poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio.

Para ter o efeito de anular o negócio, o erro do declarante deve ser percebido pelo destinatário da declaração imbuído de normal diligência. Se o erro é cometido pelo declarante, mas é claramente imperceptível pelo destinatário da declaração, não se cogita a anulação do negócio. O dispositivo já causou grande polêmica, tendo inclusive Moreira Alves mudado de opinião. Em princípio, defendia que o artigo 138 tratou da escusabilidade, depois referiu a redação como imprecisa, mormente porque a leitura do texto permite compreender algo diverso do pretendido pela comissão revisora.

Junqueira<sup>154</sup> critica a cognoscibilidade como exagero em um código que não positivou sequer a escusabilidade, limitando drasticamente a possibilidade de anulação do negócio jurídico. O fato é que a limitação existe, sem que seja perceptível para contraparte, o erro do declarante fica equiparado à reserva mental. Quis diferente do que declarou, mas declarou tão precisa e claramente que não se cogitou de seu erro. Trata-se de proteção evidente à boa-fé do receptor da declaração. Ainda que o erro seja escusável, sempre que a aparência da declaração for inatacável, o erro não causa anulação<sup>155</sup>.

Nesse sentido, a ponderação de interesses legítimos das partes merecedores de tutela é muito semelhante à aplicação da boa-fé na interpretação dos contratos, mais precisamente por meio da razoabilidade. Confrontam-se aqui o interesse do declarante em erro – cuja vontade real era diversa da que declarou – e da contraparte que se empenhou naquela relação contratual, acreditando de boa-fé no compromisso assumido pela outra. Trata-se também de uma espécie de tutela da confiança e um padrão mínimo de segurança jurídica.

---

<sup>154</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*, 4ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2010, pp. 114-115

<sup>155</sup> “La dottrina definisce l’errore come l’ignoranza o falsa conoscenza di un elemento contrattuale. La falsa conoscenza rispetto ad un elemento contrattuale non è un dato obiettivo a priori poiché il senso degli elementi combinati nel contratto scaturisce dall’interpretazione dello stesso.

Come noto, l’errore rilevante, che vale cioè a determinare l’annullabilità del contratto deve configurarsi come essenziale e riconoscibile dall’altro contraente (art. 1428 c.c.). Con questa regola il legislatore codicistico cerca di temperare interessi contrapposti. Chi ha commesso l’errore, da parte sua, ha stipulato un contratto “sbagliato” per cui intende liberarsene perché l’esercizio dell’autonomia privata non si è svolto su quelle basi di correttezza e ragionevolezza che il sistema postula; dall’altro lato sussiste, invece, l’interesse di controparte alla conservazione degli effetti prodotti dal contratto, sulla cui stabilità avrebbe fatto legittimo affidamento e, dunque, in una prospettiva più ampia, l’interesse generale alla sicurezza della circolazione dei beni-della ricchezza.” AZZARO, Andrea Maria et al., *Il contratto in generale in Diritto Civile*, p. 1026

A reconhecimento do erro – assim como a análise da violação da cláusula geral de boa-fé – é bastante plástica e decorre de elementos diversos a depender da situação em análise<sup>156</sup>. É pacífico, contudo, dizer que a cognoscibilidade do erro deve se avaliar em abstrato<sup>157</sup>, ainda que a prova sobre o conhecimento do erro possa ocorrer concretamente. Aliás, incumbe à parte que alega o erro provar o reconhecimento *em concreto* ou sua possibilidade *em abstrato* pela contraparte<sup>158</sup>.

Como se trata da possibilidade de anulação do negócio jurídico baseada em um defeito de informação, parece bastante razoável utilizar o mesmo método para aplicação do dever de informar fundado na cláusula geral de boa-fé. Importante destacar o privilégio da cognoscibilidade em detrimento da escusabilidade, bem como na análise da cognoscibilidade em abstrato em detrimento da análise concreta, indica uma opção clara pelo recurso à objetividade. Isso porque, a escusabilidade depende, conforme debatido, da análise subjetiva da parte contratante, nem sempre de fácil apreensão.

O filtro da cognoscibilidade afeta inclusive a escusabilidade, imprimindo-lhe um caráter mais objetivo. Assim, se a parte contratante se encontrava em tal situação de ignorância incomum sobre os elementos que cercavam o contrato, mas a contraparte não tinha acesso e nem deveria ter acesso a esta informação, não se cogita da anulação do contrato. Ainda que a parte prove cabalmente sua completa ignorância sobre aquele tema e, de alguma forma, seja qualificado como escusável o erro cometido na contratação, apenas nas hipóteses em que a contraparte possa ter conhecimento desse fato empregando a normal diligência é que se pode atacar o vínculo contratual.

---

<sup>156</sup> “L’errore essenziale conduce all’annullamento solo quando è riconoscibile. La riconoscibilità può dipendere dalle circostanze più diverse. Se Tizio ordina 100 quintali di merce anziché 1000, può darsi che il suo errore sia irriconoscibile; non così, invece, se offre un prezzo unitario di 1050 euro quando il prezzo corrente è di 105 euro. Ma sarà soprattutto il reciproco rapporto istituito fra le parti, che offrirà loro tanti altri indizi utilizzabili: una incoerenza fra trattativa e dichiarazione contrattuale, una divergenza fra la proposta e le abitudini, i gusti, le necessità, la politica aziendale del proponente, una di quelle espressioni di cui spesso si contorna il contratto (dichiarazioni ridondanti sui motivi, frasi di compiacimento per la qualità della cosa, ecc.), possono incrementare il repertorio degli indizi rivelatori dell’errore.” RESCIGNO, Pietro (org.), I contratti in generale, p. 212-213

<sup>157</sup> “La riconoscibilità, evidentemente, si misura in astratto (l’unica coppia di fatti misurabile in concreto è l’effettivo riconoscimento, o il mancato riconoscimento, dell’errore). Ma ciò non implica che non si tenga conto delle circostanze di fatto che in quel caso rendevano possibile al destinatario il riconoscimento dell’errore.” RESCIGNO, Pietro (org.), I contratti in generale, p. 213

<sup>158</sup> “Si insegna comunemente (e, a quanto pare, con buon fondamento) che la riconoscibilità non si presume, e deve essere provata dal contraente che impugna il contratto per errore. I criteri fin qui enunciati debbono trovare applicazione quando l’errore cada sul significato della dichiarazione per cattiva conoscenza della lingua. Se liberamente uso una lingua che non conosco, liberamente accetto, per relationem, gli effetti giuridici corrispondenti. Ma se non c’è questa libera accettazione, la dichiarazione può essere viziata da errore, e la riconoscibilità della poca conoscenza della lingua genera la riconoscibilità dell’errore.” RESCIGNO, Pietro (org.), I contratti in generale, p. 213

A solução parece bastante adequada, mormente porque inclui na análise a boa-fé da conduta adotada pela parte que não erra. Na ponderação de interesses legítimos, a parte que contratou empregando a diligência normal para conhecer o contrato e a capacidade da contraparte de enganar-se sobre os termos do contrato tem o interesse merecedor de proteção em comparação à parte que, ainda que de forma escusável, tenha contratado em erro.

O Direito é também fonte de alocação de riscos. Por exemplo, como ocorre na efetivação do princípio geral amplamente aceito *res perit domino*. Exceto se diversamente pactuado, a coisa perece – e causa prejuízos, portanto – a quem seja seu possuidor no momento do perecimento<sup>159</sup>. Poder-se-ia adotar solução diversa, como atribuir o prejuízo do perecimento da coisa ao adquirente a partir do momento do consenso sobre a compra e venda. Contudo, essa solução seria economicamente menos eficiente, à medida que o incentivo para o possuidor manter e cuidar da coisa seria nulo; uma vez que o possuidor é quem mais pode influir no estado de conservação da coisa, de forma menos custosa, evitando o perecimento.

Da mesma forma, a solução pela cognoscibilidade representa o esquema de incentivos de maior eficiência. Isso porque, é a própria parte contratante quem pode, com menos custos e esforços, informar-se adequadamente sobre o contrato e as condições que o cercam para, assim, evitar a contratação em erro<sup>160</sup>.

#### 3.2.1.8. Jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça

Destaca-se a escassez de julgados com base no erro após a promulgação do Código Civil de 2002. Pode ser um indicativo, como observou Junqueira Azevedo, da restrição excessiva do instituto pela cognoscibilidade. Na falta de julgados, destaca-se o interessante Recurso Especial nº 1.098.992 - RS

Recurso Especial nº 1.098.992 - RS (2008/0236557-3)

Relator: Ministro Luis Felipe Salomão

Data de Julgamento: 02 de setembro de 2010

Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça

No caso dos autos a CEF consolidou dívida aquém do que realmente existia, no patamar de 62% em relação ao que ficou declarado, o que, à época do ajuizamento da ação (outubro de 1994), atingia a significativa monta de US\$ 147.920.163,48,

---

<sup>159</sup> CC, Art. 492. Até o momento da tradição, os riscos da coisa correm por conta do vendedor, e os do preço por conta do comprador.

<sup>160</sup> PELLEGRINI, Mirella, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria: profili definitivi*, p. 329

afigurando-se o erro, deveras, como essencial ao negócio jurídico, porquanto se a contratante tivesse a exata compreensão da realidade da dívida, a toda evidência, não o teria realizado.

De outra parte, diante das particularidades que circundaram a contratação, a apuração e, finalmente, a consolidação da dívida, o erro na assinatura da avença mostra-se plenamente escusável. O instrumento de consolidação da dívida decorreu de outros 180 contratos celebrados entre a instituição ré e o BNH, sendo certo que os erros na atualização da dívida, bem como os expurgos de correção monetária em determinados períodos, foram levados a efeito pela extinta autarquia por ocasião da habilitação de crédito junto à liquidação da Habitasul - a qual, posteriormente, saiu do regime liquidatório.

Ademais, os equívocos verificados na atualização da dívida, em grande medida, foram imputados a programas de informática denominados “SAULO” e “ENTILIQ”, gerenciados pelo próprio BNH.

Com efeito, tendo a CEF tomado ciência das noticiadas distorções somente depois da extinção do BNH, não se pode falar em falta de diligência ou descuido na celebração do contrato ora em testilha.

O acordão trata de vultoso contrato de consolidação de dívidas em que a credora, Caixa Econômica Federal, equivocou-se no cálculo do montante devido e, por conseguinte, do objeto principal do contrato. Curiosamente, a justificativa da escusabilidade tem como um dos fundamentos a identificação da origem do erro em programas de computador desenvolvidos pela contraparte dos contratos consolidados. Não está muito claro no julgado a que título a autora - Habitasul Crédito Imobiliário S/A - sucedeu o BNH, autor dos programas de computador. Contudo, a sucessão é incontroversa. Ainda que o erro não decorra somente dos referidos programas, se houve influência determinante da contraparte, a quem o erro beneficia, o caso é de dolo acidental, não de erro.

De resto, interessante notar que o Tribunal considerou escusável o erro de cálculo de dívida por uma instituição financeira. A instituição financeira, em razão de sua competência original e profissional, deveria ser considerada entre outras entidades, a mais capaz de calcular e atualizar contratos de dívida. Razão pela qual parece insuficiente a discussão sobre a escusabilidade presente do acórdão, o que pode ter sido motivado pela não combatividade da recorrente nesse quesito, algumas vezes referida no voto do relator.

Em sentido contrário é o julgamento do Recurso Especial nº 744.311 - MT, ao declarar a inescusabilidade da instituição financeira na análise de dação em pagamento para extinção de dívida. É justamente o caráter corriqueiro da operação – dentro, portanto,



do foco de atuação profissional da instituição – que fundamenta a conclusão pela inescusabilidade.

Recurso Especial nº 744.311 - MT (2005/0064667-5)

Relator: Ministro Luis Felipe Salomão

Data de Julgamento: 19 de agosto de 2010

Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça

EMENTA

DIREITO CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. ANULAÇÃO DE NEGÓCIO JURÍDICO. DAÇÃO EM PAGAMENTO. IMÓVEL. LOCALIZAÇÃO. INSTITUIÇÃO FINANCEIRA DE SÓLIDA POSIÇÃO NO MERCADO. ERRO INESCUSÁVEL.

(...)

2. O erro que enseja a anulação de negócio jurídico, além de essencial, deve ser inescusável, decorrente da falsa representação da realidade própria do homem mediano, perdoável, no mais das vezes, pelo desconhecimento natural das circunstâncias e particularidades do negócio jurídico. Vale dizer, para ser escusável o erro deve ser de tal monta que qualquer pessoa de inteligência mediana o cometeria.

3. No caso, não é crível que o autor, instituição financeira de sólida posição no mercado, tenha descurado-se das cautelas ordinárias à celebração de negócio jurídico absolutamente corriqueiro, como a dação de imóvel rural em pagamento, substituindo dívidas contraídas e recebendo imóvel cuja área encontrava-se deslocada topograficamente daquela constante em sua matrícula. Em realidade, se houve vício de vontade, este constituiu erro grosseiro, incapaz de anular o negócio jurídico, porquanto revela culpa imperdoável do próprio autor, dadas as peculiaridades da atividade desenvolvida.

### 3.2.1.9. Conclusões parciais sobre o Erro

O problema do erro constitui, ao ver de De Page, um dos mais delicados que o direito procura resolver, principalmente porque envolve um conflito entre dois princípios superiores e graves, informativos da conduta humana ao comércio jurídico, um, *individualista*, assente no respeito à vontade real do agente; e outro, *social*, determinado pela necessidade da segurança dos negócios.<sup>161</sup>

Insistimos na análise do erro porque se compreende que as ponderações sobre a escusabilidade e cognoscibilidade são importantes contribuições para delimitação do dever

---

<sup>161</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva, Instituições de Direito Civil, 24ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2002, pp. 433-434.

de informar. A análise dos acórdãos do Superior Tribunal de Justiça indica a dificuldade de determinar dos limites da escusabilidade. Parece equivocada a primeira decisão ao ignorar a especialidade técnica da alegante do erro em relação ao cálculo dos valores. Ademais, salvo melhor o juízo, o caso em análise parece ser de dolo, hipótese em que o erro da parte se baseou em informações imprecisas da contraparte beneficiada.

Destaque-se, contudo, a pouca eficácia dos vícios do consentimento para solução direta de questões atinentes aos contratos derivativos. Apenas em casos extremos aplica-se a anulação do contrato em razão de erro ou dolo<sup>162</sup>. Reforça-se, portanto, a importância da análise do dever de informar.

Conforme já referido, importante fixar a atuação da boa-fé na aplicação da teoria do erro, seja na análise da conduta da parte não afetada pelo erro, que de forma imprudente ou desleal permitiu que a contraparte ingressasse no negócio em erro; seja na análise acerca da desculpabilidade da parte em erro. Não se verifica, contudo, a má-fé da parte que não erra – do contrário, trataríamos de dolo<sup>163</sup>. Na análise do caso concreto, todavia, a distinção se faz mais complexa, conforme o julgado acima mencionado pode comprovar.

---

<sup>162</sup> “L’inefficienza di tali rimedi, al fine di tutelare la parte meno informata, è ben testimoniata dalle difficoltà per l’investitore in strumenti finanziari di intraprendere la strada dell’annullamento del contratto per vizi della volontà, allorché l’intermediario abbia omesso di comunicare informazioni rilevanti ai fini della conclusione del contratto. In tal modo, il rimedio dell’annullamento del contratto per errore o per dolo potrà essere azionato con successo solo in ipotesi del tutto particolari, che rilevano una completa mancanza di consapevolezza da parte dell’investitore circa la portata del contratto concluso. Tipico in tal senso è il caso in cui l’investitore abbia prestato il proprio consenso ad un piano di investimento basato sull’accantonamento di una somma mensile, senza avere avuto la consapevolezza di aver contratto, invece, un mutuo, con la conseguenza che le me pagate mensilmente rappresentavano la rata di rimborso, in una fattispecie di questo genere, che tuttavia rappresenta un caso limite, può ravvisarsi un vizio genetico, attinente alla fase della formazione della volontà contrattuale, che si traduce in un errore sulle qualità essenziali del bene” FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, p. 373

<sup>163</sup> “Ainsi, le principe de bonne foi soumet l’annulation sur la substance à deux conditions. Il faut, en premier lieu, que l’erreur soit excusable, c’est-à-dire qu’elle ne soit pas la conséquence d’une faute du demandeur en annulation. Il est, en effet, contraire à la bonne foi de demander la nullité d’un contrat lorsque l’erreur dont on entend se prévaloir résulte de sa propre faute. Il faut, en second lieu, que le cocontractant ait été à même de connaître l’importance essentielle que le demandeur en annulation attribuait à la qualité défailante. Ce dernier est, en effet, en faute s’il n’a pas fait connaître ses préoccupations concernant l’objet de la convention alors que celles-ci n’étaient pas normalement décelables. Son attitude imprudente ou déloyale lui interdit de se prévaloir d’une erreur portant sur une qualité dont il n’avait soufflé mot lors de la conclusion du contrat. Ici encore, la bonne foi qui doit régner entre les parties interdit l’annulation de la convention. Ces deux conditions, inspirées par le principe de bonne foi, font partie intégrante de la théorie de l’erreur puisque la nullité prescrite par l’article 1110 C. civ. dépend de leur réunion. En revanche, la mauvaise foi du cocontractant n’est pas nécessaire. Elle exerce cependant une influence incontestable sur l’exercice de l’action en nullité pour erreur. Elle permet d’établir, en effet, l’importance essentielle attachée par la victime de l’erreur à la qualité défailante et surtout la connaissance par le cocontractant de cette situation. Elle rend également l’erreur excusable en toute hypothèse. GHESTIN, Jacques, Notion d’erreur dans le droit positif actuel, p. 182

O erro deve ser substancial, do contrário, não afetaria ou seria insuficiente para determinar a anulação do contrato. A anulação do contrato criado pela declaração de vontade contraria a ideia de manutenção da palavra dada, e só se justifica excepcionalmente. Por isso a parte que erra em má-fé, em decorrência de sua própria culpa, permanece obrigada pelo contrato<sup>164</sup>.

### 3.2.2. Vícios redibitórios e evicção

A análise dos vícios redibitórios deve ser realizada de um prisma sistêmico, em comparação com a anulação do negócio por erro e a resolução por inadimplemento<sup>165</sup>.

A teoria do vício redibitório é concebida tendo como parâmetro a alienação de bens corpóreos, a despeito de o atual Código Civil não tratar expressamente da distinção, tampouco haver consenso sobre a amplitude das expressões *bem* e *coisa*. Ainda assim, vale a observação de que a ideia de redibir o contrato em razão do defeito da coisa surge a partir da verificação de um defeito no bem corpóreo alienado por meio do contrato. Justifica-se a análise, contudo, porque o contrato derivativo é “coisificado” pela negociação massificada e destinação à circulação, assim como o título de crédito. A própria ideia de *emptio spei*, talvez a melhor origem remota para a instituição jurídica do contrato derivativo, evolui a partir da *emptio rei sperate*, cujo elemento nuclear é um bem corpóreo.

Importante notar que a possibilidade de revogação ou adaptação do contrato em decorrência do vício sanciona também um déficit de informação na fase de formação do contrato<sup>166</sup>.

Assim como na análise de outros institutos, a despeito da distinta origem histórica e evolução, importa extrair do vício redibitório os elementos balizadores que

---

<sup>164</sup> "Les conditions dont dépend la nullité édictée par l'article 1110 du Code civil font apparaître celle-ci comme un moyen de protection et non pas comme la conséquence purement logique d'une sorte de malfaçon psychologique qui rendrait l'acte caduc. Pour autoriser l'annulation du contrat, il ne suffit pas que l'erreur ait déterminé le consentement de celui qui s'en prévaut; il faut encore que ce dernier mérite la protection de la loi et, pour cela, qu'il ait fait preuve d'une loyauté et d'une vigilance normales. En effet, malgré le vice qui l'altère, le consentement n'en a pas moins été donné. Il lie son auteur jusqu'à ce que le juge ait prononcé l'annulation du contrat. Celle-ci va donc à l'encontre du principe essentiel du respect de la parole donnée. On conçoit, dans ces conditions, qu'il ne puisse être dérogé à ce principe en faveur d'un contractant de mauvaise foi qui ferait état d'une erreur résultant de sa propre faute." GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 183

<sup>165</sup> GHESTIN, Jacques, *Notion d'erreur dans le droit positif actuel*, p. 324

<sup>166</sup> "La mise en oeuvre de la garantie des vices cachés peut ainsi se comprendre, conformément à son origine historique, comme la sanction d'une obligation d'information, qui sera souvent précontractuelle. Le vice, en effet, n'est découvert qu'après l'exécution du contrat, mais il est fréquemment antérieur à sa formation." GHESTIN, Jacques, *Traite de droit civil*, p. 607

possam contribuir para a delimitação do dever de informar. Nesse sentido, a aplicação do vício redibitório exige a comutatividade do contrato, aplicando-se também a doações onerosas nos termos do Código Civil<sup>167</sup>. A restrição apresenta um sentido lógico bastante óbvio, nos contratos gratuitos não se verifica o dano decorrente do desequilíbrio entre as prestações. Assim, a má conduta do doador ou equivalente é tida como negligência escusável, na medida que o autor da liberalidade não obtém benefício do negócio malfeito. É, dessa forma, importante refletir sobre a comutatividade – já referida – dos contratos derivativos. Troca-se risco por risco ou risco por dinheiro, sempre tendo em conta a equivalência da apreciação econômica dos riscos pelas partes.

Outro elemento recorrente – percebido claramente na distinção entre dolo e erro – está na consciência das partes acerca do defeito, mais precisamente do alienante da coisa. Na disciplina dos efeitos, o alienante é penalizado sempre que possível demonstrar sua consciência anterior do vício<sup>168</sup>: o alienante consciente indeniza perdas e danos; o alienante meramente negligente indeniza o preço recebido mais despesas do contrato.

Note-se que a diferença entre as soluções é apenas aparentemente singela. No caso dos derivativos, especialmente os financeiros, o impacto econômico da indenização de perdas e danos pode ser dramático. Tome como exemplo o derivativo de *hedge* cambial. O contratante do *hedge* tinha elementos para acreditar que aquele contrato era suficiente para protegê-lo que qualquer variação, contudo, por razões escusáveis, não era possível identificar o preciso funcionamento do contrato que deixava de oferecer a proteção pretendida a partir de um certo patamar de variação das cotações. Neste caso, a indenização do prejuízo sofrido apresentará, a depender da variação cambial havida, custo muito superior à devolução do preço do contrato de *hedge*.

Outros dois elementos da aplicação do vício redibitório merecem análise. A decadência e possibilidade de revisão contratual. A decadência, segundo a clássica definição de Agnelo Amorim Filho, marca a impossibilidade de uma ação constitutiva sujeita a prazo. Nesse sentido, é preciso compreender como o direito de ter reconhecido o vício da coisa e, por conseguinte, anular ou revisar o contrato. Visto como direito de cobrar indenização decorrente, a ação deveria estar sujeita à prescrição. Concluída a digressão, importante notar

---

<sup>167</sup> Código Civil, Art. 441. A coisa recebida em virtude de contrato comutativo pode ser enjeitada por vícios ou defeitos ocultos, que a tornem imprópria ao uso a que é destinada, ou lhe diminuam o valor. Parágrafo único. É aplicável a disposição deste artigo às doações onerosas.

<sup>168</sup> Código Civil, Art. 443. Se o alienante conhecia o vício ou defeito da coisa, restituirá o que recebeu com perdas e danos; se o não conhecia, tão-somente restituirá o valor recebido, mais as despesas do contrato.

que são relativamente curtos os prazos para alegação do vício redibitório, mesmo na impossibilidade de verificação imediata do vício – 180 dias para móveis e 1 ano para imóveis – ou na vigência de garantia – 30 dias após o descobrimento do vício. Lembrando que o prazo de decadência para anulação do negócio jurídico por erro ou dolo é de 4 anos<sup>169</sup>.

Trata-se de uma espécie de apreciação da escusabilidade da conduta do prejudicado. Não se admite que a vítima do vício o alegue tempos depois da contratação. Melhor dizendo, reclamado o vício após o prazo decadencial, não haverá consequência jurídica. É inadmissível que o adquirente deixe de notar o vício tanto tempo depois de exercer a posse da coisa. Da mesma forma, o contratante do derivativo deve, tempo razoável após a contratação, ficar impedido de anular ou revisar o contrato em razão de defeito informacional.

Outro elemento interessante do vício redibitório está na possibilidade de abatimento do preço em lugar da anulação do contrato. Assim como na hipótese de onerosidade excessiva, a ser adiante debatida, a remediação parcial do vício – na medida do prejuízo causado – representa, provavelmente, a solução de maior eficiência econômica. Tomando como premissa a racionalidade econômica, as partes contratam porque precisam do efeito econômico esperado do contrato. Assim, uma vez anulado o ajuste em decorrência do vício redibitório, as partes têm de empreender esforços para celebrar outro contrato capaz de produzir os efeitos esperado. É, pois, medida de economia manter – sempre que possível – o contrato, feitos as adaptações capazes de remediar o vício original.

O tratamento da evicção apresenta certas semelhanças com o vício redibitório, por exemplo, apenas os contratos onerosos são garantidos contra a evicção. Presente também o confronto entre dever de informar e consciência: ainda que tenha sido excluída convencionalmente a garantia contra a evicção, caso o evicto não soubesse ou não tenha assumido o risco da evicção, terá direito à indenização. A única possibilidade, pois, de eficácia da eliminação da garantia contra a evicção exige a demonstração de que o evicto assumiu o risco de perder a coisa. Transportando para a análise dos derivativos, seria necessário demonstrar que a parte contratante tinha intuito especulativo e assumia conscientemente os riscos do contrato.

É, contudo, importante considerar a pouca adaptabilidade do conceito de evicção a perdas econômicas decorrentes de derivativos. Daí a impossibilidade de aproveitamento de outros parâmetros.

---

<sup>169</sup> Artigo 178 do Código Civil

### 3.2.3. Deveres Laterais

Ao analisar o trabalho de Grotius sobre a boa-fé, Judith Martins-Costa afirma identificar os prolegômenos do tratamento dos deveres laterais, conforme entendidos pelo direito contemporâneo<sup>170</sup>. Como reflexo da boa-fé, os deveres laterais identificam condutas esperadas das partes além do cumprimento da prestação conforme descrita no contrato. A evolução histórica<sup>171</sup> do conceito permite distinguir, segundo Menezes Cordeiro, dois elementos: a complexidade inter-obrigacional e estudo casuístico da violação positiva do contrato. O primeiro equivale ao apreender da obrigação como processo, ou série de condutas tendentes ao adimplemento.

Compreender a finalidade<sup>172</sup> do contrato é relevante para a identificação de deveres laterais. Nesse sentido, Clovis do Couto e Silva relaciona os deveres laterais – que fundamentalmente visam a assegurar a utilidade da prestação à contraparte – com a causa do negócio jurídico<sup>173</sup>.

A violação positiva do contrato surge com a contribuição de Hermann Staub, em 1902, que analisa numerosos casos práticos em que se entrega a prestação principal frustrando, contudo, a finalidade pretendida pela contraparte<sup>174</sup>.

Entre os deveres acessórios comumente se relacionam o de lealdade e o de proteção. Neste momento, interessa destacar especialmente o dever de esclarecimento. O dever lateral de esclarecimento – de origem na cláusula geral de boa-fé – equivale ao dever de informar debatido no presente trabalho.

---

<sup>170</sup> “A sua teoria da justiça contratual material vai ao ponto de perceber a existência do que hoje chamamos de ‘deveres laterais’, ‘anexos’ ou ‘instrumentais’, decorrentes do vínculo contratual, em especial os deveres de mútua informação e esclarecimento, baseados no dever de agir em respeito à confiança (fides) despertada na contraparte e essencial ao tráfego jurídico. Por isto dirá Finkentscher, a propósito do pensamento de Grotius que, nele, “fides é a forma de pensar na qual são possíveis os contratos”” MARTINS-COSTA, Judith, *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional*, p. 158

<sup>171</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, *Da boa-fé no Direito Civil*, p. 602

<sup>172</sup> A respeito dos fins perseguidos, retomar as considerações sobre a causa concreta e a função social do contrato

<sup>173</sup> “A medida da intensidade dos deveres secundários, ou anexos, é dada pelo fim do negócio jurídico. Mas, tal finalidade, no que toca à aplicação do princípio da boa-fé, não é apenas o fim da atribuição, de que normalmente se fala na teoria da causa. Por certo, é necessário que essa finalidade seja perceptível à outra parte. Não se cuida, aí, de motivo, de algo psicológico, mas de um plus que integra o fim da atribuição e que está com ele intimamente relacionado. A desatenção a esse plus torna o adimplemento insatisfatório e imperfeito (...). O plus que integra o fim do negócio jurídico pode surgir, imediatamente, da atividade da pessoa com quem se contrata. De qualquer modo, trata-se de certeza objetiva, o que não ocorre com os motivos a que alude o art. 90 (140) do Código Civil, de natureza meramente subjetiva.” SILVA, Clovis do Couto e, *A obrigação como processo*, p. 41

<sup>174</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, *Da boa-fé no Direito Civil*, p. 596

A derivação da *boa-fé*, em *deveres laterais*, e, em seguida, no *dever de informar* tem como objetivo oferecer elementos para limitação do dever de informar. Contudo, pode-se dizer que a contribuição da teoria dos deveres laterais é limitada, dada a vagueza dos conceitos. Assim, passamos à análise da boa-fé, enquanto cláusula geral.

#### 3.2.4. Boa-fé

O dever de informar na execução do contrato tem fundamento na cláusula geral de boa-fé<sup>175-176</sup>. É, pois, de elevada importância para o presente trabalho seu estudo. A dificuldade prática de aplicação da boa-fé como cláusula geral, todavia, exige cautela. Especialmente pela dificuldade de traduzir em comportamentos esperados ou regras de conduta o conteúdo genérico da boa-fé.

Nothing has, so far, been said what good faith actually means. The reason for this is that not much can be said; and what can be said is not very helpful for deciding concrete cases<sup>177</sup>.

Este e os itens que o seguirão têm, assim, a pretensão de contribuir para o delineamento de um método para a aplicação da boa-fé às relações contratuais, notadamente no que se refere à informação.

É contributo do direito canônico o viés de princípio geral atribuído à boa-fé, unificando as acepções romanas de garantia e ignorância escusável<sup>178</sup>, o direito canônico constrói novo significado para a boa-fé: a ausência de pecado. A contraposta má-fé ganha

---

<sup>175</sup> “Pare pacifico che tali obblighi di informazione del risparmiatore discendano, oltre che dalle specifiche disposizioni normative appena segnalate, anche dai principi di buona fede e correttezza nell’adempimento delle obbligazioni contrattuali e dal principio di protezione dell’altro contraente.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 256

<sup>176</sup> MARTINS-COSTA, Judith, A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional, p. 403-404, “Incidente a boa-fé objetiva em toda a relação obrigacional como uma totalidade e um processo –, percebe-se a agregação, aos deveres contratuais propriamente ditos, geralmente provindos ou da lei ou da vontade (os chamados deveres principais de prestação, correspondentes a cada tipo contratual considerado), de outros deveres, que nomearei por instrumentais ou funcionais. Estes não derivam de ato voluntarístico nem de norma legislativa punctual, mas dos princípios, da função social e da boa-fé, sempre presente a finalidade objetiva do contrato, podendo-se apresentar antes mesmo da conclusão do negócio (o que explica, por exemplo, o dever de informar no período pré-contratual) ou até após finda a relação, como é o caso da chamada responsabilidade pós contratual ou culpa post factum finitum. Todos esses deveres, assegura Couto e Silva, “têm a sua fonte no contato social”. Por conseguinte, é possível a classificação: fonte imediata de todos os deveres obrigacionais é o contato social; fontes mediatas, a lei, o delito, a vontade e os princípios da boa-fé objetiva e da função social do contrato.

<sup>177</sup> ZIMMERMANN, Reinhard e WHITTAKER, Simon, Good faith in European contract law, p.30

<sup>178</sup> MARTINS-COSTA, Judith, A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional, p. 133

contornos bem delineados com o pecado da mentira, um dos pecados da língua<sup>179</sup> segundo a igreja católica. O conteúdo axiológico da boa-fé é evidente nesse viés canônico, agir com boa-fé é fazer o bem, é cumprir a promessa e manter-se puro, livre de desvios e pecados. Caminha para alto grau de subjetivismo porque depende de uma percepção pessoal da realidade. Apesar dos muitos esforços da igreja católica e de outras entidades religiosas, a polêmica sobre a configuração dos pecados na vida fática é histórica.

Ignorância escusável e dever de informar, como já se observou, tem estreita ligação. É reflexo da ignorância é escusável o dever de informar. Sempre que a ignorância seja inescusável, se conclui pela ausência de dever de informar da contraparte. Da mesma forma, a mentira tem estreita ligação com a informação inexata.

Como já referido, deve-se ao direito canônico a unificação do conceito e a elevação a princípio geral. Resta saber se a utilização da boa-fé como princípio geral exige que seu conteúdo seja exatamente este atribuído pela igreja, a ausência de pecado. Aproveita-se do desenvolvimento canônico a noção de correto ou moralmente desejável. A boa-fé conforme percebida na sociedade contemporânea carrega esse conteúdo de moralidade, de prevalência da verdade. Contudo, limitar-se à moralidade indicaria um grau de subjetivismo que praticamente inviabiliza o uso do princípio da boa-fé como viés de interpretação do Direito.

O direito alemão do séc. XX contribui para a atribuição de um novo conjunto de valores e, por consequência, de um novo significado ao princípio da boa-fé. Trata de associar o conceito à lealdade e à confiança, introduzindo as bases para a boa-fé objetiva como a conhecemos nos tempos modernos<sup>180</sup>. Com efeito, o fundamento para a manutenção da palavra empenhada – comportamento segundo a boa-fé – era o efeito social da confiança. Há uma preocupação especial com os interesses da contraparte. Frustrar o acordo celebrado ou a promessa implica frustrar as expectativas da contraparte quanto ao comportamento do contratante ou promitente. Avançando um pouco mais: romper o compromisso assumido

---

<sup>179</sup> MARTINS-COSTA, Judith, A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional, p. 131

<sup>180</sup> Todavia, há quem critique a limitação da equidade à boa-fé conforme prevista no BGB, pela redução importante de abrangência, “(3) A common practice in code jurisdictions has been to incorporate some of the general principles of equity into code provisions of relatively broad scope, usually relating to the negotiation, interpretation and performance of contracts, and occasionally into code provisions dealing with torts. These principles are of only limited effect because they incorporate only part of the totality of equitable doctrine. Such clauses, either in the German Civil Code, where they are the most heavily relied upon, or in other civil codes, are generally concentrated on the concept of good faith. German scholars have expressed the view that the general clauses of the civil code in category serve the same purposes as Anglo-American equity, but this conclusion rests on an imperfect understanding of the scope of equity, of which good faith is only one element, in Anglo- American law.” NEWMAN, Ralph A. (org), Equity in the world’s legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin, p. 592



cria desconfiança no cumprimento de promessas futuras. Essa percepção indicava a necessidade de cumprir as obrigações assumidas conforme esperado – em confiança – pela contraparte.

O esvaziamento do conceito de boa-fé no direito romano decorre de sua utilização desmedida, em conjunto com outros princípios e sem definição clara dos limites e alcance de seu significado. Quando empregado isoladamente, o conceito de boa-fé tornou-se difuso e, por conseguinte, menos útil para Direito. Além desta diluição horizontal, observa-se também uma diluição vertical, no sentido de sobreposição com o conceito de equidade, de justiça concreta. Propor uma solução jurídica segundo a boa-fé se confundiu com uma solução justa para o caso concreto.

Os contratos consensuais no direito romano não tinham a ação correspondente fundada na obediência a uma fórmula, mas no dever de reciprocidade surgido no tráfico internacional. É justamente na ausência de um ordenamento comum que se verificou o contexto adequado para proliferação de um direito, na forma de tutela jurídica, fundado no consenso e no dever de respeitar a promessa realizada<sup>181182</sup>.

A diferença entre o boa-fé subjetiva e boa-fé objetiva é bastante clara na doutrina alemã. *Treu und Glaube* é claramente interpretada como um padrão de comportamento médio esperado, boa-fé objetiva, conforme estabelece o artigo 242 do BGB.

Section 242

Performance in good faith

An obligor has a duty to perform according to the requirements of good faith, taking customary practice into consideration.

Por outro lado, o conceito de *guter Glaube* trata de boa-fé subjetiva, o comportamento bem-intencionado segundo a perspectiva de seu autor, mais ou menos perceptível de acordo com fatos objetivos, como as informações a que teve acesso<sup>183</sup>. Em grande parte das relações contratuais é tortuosa e incerta a busca pela identificação da

---

<sup>181</sup> “Sem, para já, enfrentar o tema controverso das relações do Direito com a Moral, fique assente que, para o jurídico, interessa o dado social, o comportamento externo relevante e não o estado interior das pessoas: este não pode ser aferido face a um sistema.” MARTINS-COSTA, Judith, A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional – pp. 114-115

<sup>182</sup> “... a fides promessa, vai conhecer longa linha evolutiva, espalhando-se em vários institutos promissórios, dos quais o mais importante para as relações civis residia na promessa enquanto garantia da palavra dada.” MARTINS-COSTA, Judith, A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional – pp. 112-113

<sup>183</sup> ZIMMERMANN, Reinhard e WHITTAKER, Simon, Good faith in European contract law, p.30

intenção das partes. Nesse sentido, pouco se consegue utilizar a boa-fé subjetiva como balizador para interpretação dos contratos<sup>184</sup>.

O Direito português mais penaliza a má-fé que incentiva a boa-fé<sup>185</sup>, infligindo ao agente de má-fé determinadas consequências gravosas. É preciso distinguir dois aspectos da boa-fé subjetiva no direito português, tradicionalmente denominados psicológico e ético<sup>186</sup>. No primeiro, a boa-fé corresponde à simples ignorância. Considerado o segundo aspecto, trata-se da ignorância escusável. Foi acrescida, portanto, a noção de razoabilidade em um certo contexto. É escusável a ignorância que se pode esperar daquele agente, naquela situação analisada. Pode-se também dizer que a ignorância é inescusável sempre que o agente descumpra certos deveres de cuidado. Nessa medida, a diligência do agente será determinante para verificação objetiva de sua boa-fé. É nesse sentido que o aspecto ético acrescenta o dado social, apreensível pelo Direito<sup>187</sup>. Imperativo, por conseguinte, ainda que se trate de analisar a boa-fé subjetiva, considera-la em seu aspecto ético<sup>188</sup>, conforme as evoluções experimentadas pelos Direitos alemão e italiano<sup>189</sup>.

Em outras palavras, ao interpretar o ordenamento, especialmente para verificar a presença ou ausência da boa-fé, não cabe ao magistrado elucubrar acerca das reais intenções do agente; mas apenas ater-se aos fatos que rodeiam a conduta para determinar se o agente deveria ter consciência ou não. Se o agente realmente tinha consciência ou não – a menos que confessada a consciência pelo próprio agente – pouco importa ao Direito<sup>190</sup>. A interpretação da boa-fé ética deve apenas determinar se deveria ter consciência, dadas as circunstâncias<sup>191</sup>.

A esse respeito cumpre observar que o dever de informar exerce papel contraposto e suplementar à ignorância escusável. Nas situações em que a ignorância é

---

<sup>184</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.511

<sup>185</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.510

<sup>186</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.512

<sup>187</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.512, “Não interessa saber se o sujeito ignora; releva antes se agiu com o cuidado necessário, sendo certo, que tal cuidado se reporta, pelo que se viu, às próprias realidades materiais que, no caso considerado, estejam em jogo.”

<sup>188</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.513, “Por tudo isso, a boa fé funcionalmente ambivalente, que visa, por, penalizar a má fé e proteger a boa fé, deve ser entendida em sentido ético.

<sup>189</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.514

<sup>190</sup> “...sendo certo que esses deveres de cuidado, decisivos, afinal, para indagar da boa ou da má fé variam, consoante as situações em jogo e não havendo a possibilidade de refúgio num cômodo dever geral de honestidade, que se viu não corresponder a boa-fé subjetiva, pouco se avançou no sentido de sua determinação.” CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, pp. 518-522

<sup>191</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p.515

escusável, normalmente há dever de informar pela contraparte. Todavia, se a conclusão é no sentido de que deveria ter se informado uma das partes (ignorância inescusável), não se concebe que a contraparte tivesse dever de prestar qualquer informação sobre aquele objeto determinado.

É preciso compreender como a boa-fé subjetiva em seu aspecto ético se destaca da boa-fé objetiva. Distinção que não se compreende sem a retomada histórica. Com efeito, o ordenamento, em lugar de prescrever regras diretas de comportamento, prevê a hipótese de ter havido ou não um acatamento por parte do sujeito de normas pressupostas de conduta – dever de cuidado, diligência para tomada de consciência. Se as regras foram cumpridas, há boa-fé<sup>192</sup>. A boa-fé objetiva é absolutamente externa ao sujeito, trata diretamente do comportamento intentado. É regra de conduta<sup>193</sup>.

O *standard* identifica o tipo de cooperação necessário para que as partes possam usufruir dos resultados esperados do contrato. Nesse sentido, a medida da boa-fé exige a captação do senso comum sobre decência e lealdade. Como aquela comunidade julga ser razoável o comportamento esperado das partes no momento da contratação, bem como durante a execução do contrato<sup>194</sup>.

Tomasevicius<sup>195</sup> faz uma distinção – apesar de absolutamente lógica – de resultados potencialmente perigosos, ao tratar da boa-fé como *standard* e como princípio. Segundo o autor, o princípio da boa-fé é norma jurídica de conteúdo finalístico, enquanto o *standard*, modelo de comportamento, não é norma jurídica, podendo a conduta ser classificada como aderente ao princípio, porque colimava a boa-fé, a *correteza* e a honestidade, ainda que contrária ao *standard* de comportamento esperado.

Essa conclusão exige nova definição dos conceitos de honestidade e correção, levando à indesejável insegurança jurídica e contrariando todo o desenvolvimento anterior, no sentido de compreender a boa-fé como padrão de comportamento a ser observado em determinada comunidade, no contexto em que se realizou e executou o negócio jurídico analisado.

---

<sup>192</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p. 524

<sup>193</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, p. 524

<sup>194</sup> TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo, Informação assimétrica, custos de transação, princípio da boa-fé, p. 84

<sup>195</sup> TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo, Informação assimétrica, custos de transação, princípio da boa-fé, Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – Faculdade de Direito, 2007

Em suma, a boa-fé deve ser interpretada como *standard*, modelo de comportamento médio, não como um princípio fluído de errante aplicação prática. O ordenamento não deve apresentar soluções oscilantes para casos idênticos segundo a interpretação da justiça de cada juiz.

No direito nacional, parecem ter sido contempladas as duas acepções de boa-fé, enquanto no art. 442 do Código Civil<sup>196</sup>, a boa-fé parece conceito análogo a probidade, no art. 113 do Código Civil<sup>197</sup> é tratada com paralelo aos usos, ou seja, como padrão de comportamento.

A dificuldade de preenchimento do conteúdo da boa-fé representa grave ofensa à segurança jurídica<sup>198</sup>. Conforme já observado em outros pontos, é preciso resistir à tentação de preencher a boa-fé com o conteúdo mais conveniente ao sentir de quem interpreta, opina ou aplica o Direito<sup>199</sup>.

Ao analisar o Código Uniforme de Comércio (UCC – Uniform Commercial Code), publicado em 1952 com o objetivo de uniformizar as práticas mercantis e sua interpretação legal nos diferentes estados americanos, verifica-se outro importante contributo para definição do conteúdo do princípio da boa-fé. Avançando além da “honestidade de fato” – o que se refere claramente à boa-fé objetiva – para exigir a observância de *standards* de comportamento na conclusão dos negócios<sup>200</sup>.

No direito brasileiro, o art. 113 do Código Civil atribui aos *usos do lugar* importância equivalente à boa-fé. Merece destaque, portanto, a concreção da análise que se faz com relação à correção e à observância justiça material na interpretação dos negócios jurídicos. Note-se, todavia, que não se pode confundir a atribuição de importância à análise da situação fática contextual com o desrespeito às normas vigentes e à vontade declarada,

---

<sup>196</sup> Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.

<sup>197</sup> Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração.

<sup>198</sup> “The judicial ‘invention’ by German courts of the cause of action for breach of contract is the most important example of how judges have utilized the good faith provision as a sword. The doctrines of impracticability, frustration of purpose and change in economic circumstances, by contrast, are examples of cases in which § 242 of the BGB has been used as shield.” BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, pp. 189-190

<sup>199</sup> “The doctrine of good faith is particularly tempting instrument for interstitial law-making because it has proved to be flexible enough to respond to novel needs of the legal system, and firm enough to serve as a foundation even for new causes of action, such as the action for breach of contract” BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, p. 190

<sup>200</sup> BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, p. 155... in the case of a Merchant, good faith means not only honesty in fact but also ‘the observance of reasonable standards of fair dealing in the trade’.

soberana no momento da conclusão do negócio. Trata-se do principal perigo do uso indiscriminado da boa-fé. Na busca da justiça material, na atribuição de direitos e custos pretensamente mais adequada em cada caso, proliferam-se decisões em desrespeito à vontade declarada pelas partes.

A cláusula geral de conteúdo aberto espanta alguns juristas como o professor Royston Miles Goode, que, ao tratar do ordenamento inglês, assumiu séria dificuldade de definição do conceito de boa-fé, concluindo pela pouca utilidade de sua aplicação<sup>201</sup>. O professor Michael Bridge, sobre o direito anglo-canadense, da mesma forma, opina pela inutilidade da aplicação de um conceito geral de boa-fé, obtendo-se o efeito desejado pela doutrina da proteção das justas expectativas<sup>202</sup>.

A exclusão é outro caminho para definição e aplicação prática da boa-fé. Identificando determinados comportamentos como má-fé, na ausência deles, poder-se-ia concluir que o comportamento da parte na execução do contrato foi condizente com o princípio da boa-fé<sup>203</sup>. Ocorre que é igualmente improvável elencar todas as condutas que possam identificar-se com a má-fé. Ainda mais considerando que se deva verificar a má-fé no contexto do caso analisado.

O princípio da boa-fé pode ser encarado como um meio de acesso dos valores constitucionais a uma relação negocial entre privados<sup>204</sup>. Nesse sentido, enquanto elemento operativo no sistema, exerce função bastante similar ao abuso de direito. A constatação de identidade funcional serve bem para situar a discussão, mas é insuficiente para compreensão da boa-fé e análise de seus efeitos. A simplificação, nesse sentido, é bastante arriscada e pode levar ao inaceitável resultado de justificar qualquer limitação à autonomia privada pela aplicação de pretensa justiça contratual fundada em valores constitucionais. Assim, é fundamental buscar o equilíbrio na aplicação da boa-fé aos contratos<sup>205</sup>.

---

<sup>201</sup> BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, p. 157

<sup>202</sup> BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, p. 156-157

<sup>203</sup> BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, p. 161

<sup>204</sup> La clausola della buona fede in primo luogo, ma non solo questa, rappresenta il mezzo attraverso il quale i valori di rilevanza costituzionale hanno accesso in una pattuizione negoziale e, in generale, nei rapporti tra privati. L'apertura alle istanze solidaristiche espresse nel testo costituzionale ha delineato, come si vedrà, anche un ripensamento del concetto di potere, generando nuove riflessioni in tema di abuso del diritto. VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, p. 29

<sup>205</sup> "Gli orientamenti giurisprudenziali più recenti interpretano la regola della correttezza quel parametro per una valutazione comparativa degli interessi delle parti con gli adeguati correttivi, aprendo in tal modo la strada al sindacato giudiziale sull'equilibrio contrattuale, orientato dalla clausola generale di buona fede ma insinuando, al contempo, dubbi relativi ai limiti entro cui lo stesso possa incidere sull'autonomia dei privati." VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, p. 34-35

A relação entre boa-fé e dever diligência contribui para a identificação das condutas reprováveis em razão da afronta a cláusula geral de boa-fé, especialmente porque é pela diligência que se desenham os contornos do comportamento esperado em relação ao dever de informação inclusive<sup>206</sup>. Se espera dos coobrigados pelo contrato o esforço necessário para que as prestações não percam o sentido econômico para contraparte<sup>207</sup>, assim, o adimplemento exige o cuidado com os interesses – ainda que não declarados expressamente – da contraparte<sup>208</sup>.

As decisões da Suprema Corte italiana nas sentenças 10511/99 e 8813/03 e a decisão do Tribunal de Roma de 10 de julho de 1998<sup>209</sup>, atribuem ao juiz um poder corretivo para reequilibrar as prestações contratuais, sem a presença de qualquer ilícito penal ou civil. Nesse sentido, permitem ao juiz debater o mérito da operação econômica e modificar o regramento contratual, não apenas integrando a vontade das partes objetivada por meio das cláusulas contratuais, mas modificando e violando o pacto estabelecido<sup>210</sup>.

Esse parece um emprego perigoso da boa-fé como cláusula geral. A doutrina majoritária italiana reconhece apenas em hipóteses excepcionais e expressamente previstas a possibilidade de o juiz modificar o pactuado pelas partes em razão da equidade, como nos artigos 1384 e 1526 do *Codice Civile*<sup>211</sup>. Em verdade, melhor seria dizer que a doutrina

---

<sup>206</sup>“L’analisi dell’uso della clausola generale di buona fede evidenzia come la stessa si collochi su piano di contiguità rispetto al criterio della diligenza, dell’equità e della ragionevolezza, cosicché la sua funzione integrativa ha non poco contribuito a dirimere l’annoso problema del coordinamento sistematico prescritto nell’adempimento dell’obbligazione (art. 1176 cc), tanto che si è giunti alla largamente condivisa opinione che la correttezza faccia nascere obblighi, mentre la diligenza misuri il grado di adempimento degli stessi, qualificandosi come criterio di imputazione della responsabilità.” VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 37

<sup>207</sup>“L’obbligo di buona fede vieta, pertanto, un comportamento sleale e impone di salvaguardare l’utilità di quello di controparte, ma non richiede un impegno elevato fino alla soglia dello sforzo diligente, elemento intrinseco alla prestazione contrattuale principale, che si concretizza finanche nell’attenzione necessaria affinché la prestazione non risulti falsata sotto il profilo economico” VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 38-39

<sup>208</sup>“L’art 1176 cc nel configurare l’esatto adempimento, per la realizzazione della pretesa creditoria, connota la diligenza come parametro della pretesa per misurare l’obbligo cui il soggetto è tenuto e la buona fede, regola di condotta che impone alla parte di tenere in considerazione le ragioni dell’altra salvaguardandone anche gli interessi non specificamente menzionati nel titolo.” VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 39

<sup>209</sup> Commentata in *Corriere Giuridico*, n° 8/1999, p. 1022

<sup>210</sup> VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 102, “L’orientamento, nel riproporre il quesito se il giudice possa sindacare il merito dell’operazione contrattuale in sé e per sé considerata, indipendentemente da profili di illiceità o da anomalie nella fase di formazione, e correggerne equitativamente le sperequazioni, riequilibrando così le posizioni delle parti, sembrerebbe fornire soluzione positiva, peraltro in aperto contrasto con l’opinione dominante.

<sup>211</sup> Secondo da dottrina maggioritaria, infatti, nel nostro ordinamento giuridico, il giudice, tranne isolate ed eccezionali ipotesi, (ad esempio, artt. 1384 e 1526 c.c.), non ha, per ragioni equitative, il potere di correggere il contratto e temperarne gli effetti, in quanto ogni valutazione in merito all’equilibrio e alla giustizia del contratto è rimessa alle parti, secondo i generali principi contenuti negli artt. 1322, comma 1, e 1372, comma 1 cc.” VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p.102

italiana majoritária não reconhece a hipótese de modificação do conteúdo do contrato com fundamento na equidade. Sempre que houver autorização positiva específica para revisão ou anulação parcial do contrato, como no caso de onerosidade excessiva, o fundamento para a interpretação não é a equidade, mas a regra de direito positivo que afirma a possibilidade de resolução do contrato por onerosidade excessiva.

A mencionada decisão do Tribunal de Roma, refere, contudo, a um método para aplicação da boa-fé como cláusula geral não baseado apenas na posição subjetiva de cada parte. Com efeito, a conclusão é no sentido de considerar o lucro extraordinário pretendido pelo credor em razão do provável inadimplemento<sup>212</sup>. O lucro extraordinário em um contrato de mútuo pode ser verificado pelo distanciamento entre taxas de juros frequentemente praticadas no mercado e a taxa do contrato.

São nesse sentido as decisões dos tribunais brasileiros sobre as taxas de juros. Em que pese a afirmação clara no sentido de inexistir limitação positivada no ordenamento para a cobrança de juros por instituições financeiras, há decisões em que se reduz os juros cobrados pelas instituições financeiras. Como por exemplo no julgamento de recurso repetitivo pelo Superior Tribunal de Justiça que resultou no acórdão do Recurso Especial nº 1.061.530 - RS (2008/0119992-4).

Note-se que na questão dos juros praticados por instituições financeiras é comum a discussão do chamado *ius variandi*, qual seja, de o banco determinar unilateralmente a taxa de juros de produtos como o cheque especial ou o cartão de crédito. A delimitação dos juros, contudo, não é absolutamente livre como se depreende da jurisprudência, mas respeita a determinados parâmetros éticos, inclusive as taxas praticadas por outros agentes do mercado<sup>213-214</sup>. Nos derivativos, em regra, o banco é impotente para determinar a variação de preço do ativo subjacente. A despeito da pouca influência, é provável que seu conhecimento sobre a variação de preço seja mais amplo e profundo se comparado ao da contraparte. Daí a relevância do dever de informar.

Outro fundamento jurídico para resolver ou rever os referidos contratos encontra-se justamente na onerosidade excessiva. A revisão do contrato por onerosidade

---

<sup>212</sup> VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, p. 103, “ogni qualvolta sai riconoscibili la volontà del debitore per conseguire profitti superiori a quelli offerti sul mercato dalle normali forme di impiego del denaro”.

<sup>213</sup> PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), Trattato di diritto dell'economia, vol. VIII, p. 239

<sup>214</sup> Confrontar com a proibição de cláusula meramente potestativa prevista no art. 122 do CC

excessiva, assim como a interpretação segundo a razoabilidade, a lealdade e a diligência das partes são meios de aproximar a execução do contrato à boa-fé.

De um lado, se esvazia a o conceito de boa-fé porque as situações fáticas podem ser subsumidas a regras mais precisas e compartimentadas. De outro lado, se preenche o conteúdo da boa-fé especificando elementos para sua aplicação prática. O próprio dever de informar é, não um reflexo, mas um meio de manifestação da boa-fé na relação privada, antes inatacável.

A aplicação como cláusula geral, descrita como pacto implícito em julgados norte-americanos, aponta claramente para justiça material na tentativa de fazer surgir obrigações não constantes do pacto inicial. No caso “Bak-a-Lum Corp of America v. Alcoa Building Products”, a Suprema Corte de New Jersey condenou a Alcoa ao pagamento de indenização pela quebra de contrato de distribuição porque entendeu que a Alcoa descumpriu o dever implícito de boa-fé ao não informar sua intenção de interromper o contrato, levando o distribuidor a realizar vultosos investimentos na expectativa de continuar o contrato<sup>215</sup>. Destaque-se que se trata de clara violação ao dever de informar.

Nesse caso, não havia qualquer obrigação contratual de aviso prévio ou norma que o exigisse, como o art. 720 do Código Civil brasileiro, que prevê tanto o aviso prévio como a extensão do contrato por prazo compatível com os investimentos realizados.

O julgamento, de fato, parece justo. Mas é necessário considerar a situação da parte vencida para uma conclusão mais completa. Ainda que a Alcoa conhecesse os planos de investimento do distribuidor, sentia-se absolutamente desobrigada de emitir qualquer aviso ou informação a respeito de suas futuras intenções sobre a extinção do contrato porque não havia lei que assim determinasse, nem havia pactuado a respeito no contrato. Após dar ciência a contraparte do fim do contrato, surpreende-se com o pedido de indenização dos investimentos, sobre os quais a própria Alcoa tinha pouca ou nenhuma ingerência. Se o distribuidor tinha a expectativa de continuar o contrato, a Alcoa tinha a expectativa, também justa, de poder terminar o contrato sem qualquer custo adicional.

Mesmo sem analisar as provas e documentos pertinentes ao caso, concluímos que a Suprema Corte de New Jersey decidiu, sobre as expectativas de ambas as partes, ser mais razoável a do distribuidor. De alguma forma, a corte identificou que a Alcoa contribuiu, na execução do contrato e com seu comportamento no desenvolvimento da relação

---

<sup>215</sup> BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, pp. 164



comercial, para a expectativa do distribuidor de continuar o contrato. Assim, não seria razoável esperar que o contrato fosse imediatamente extinto, por vontade da Alcoa<sup>216</sup>.

No tocante ao dever de informar, a boa-fé mantém a mesma conexão com a utilidade esperada do contrato. A informação deve ser fornecida no limite do sacrifício razoável para manutenção a utilidade da prestação para contraparte<sup>217</sup>.

### 3.2.5. Abuso de Direito

O abuso de direito é, via de regra, utilizado como limitador do exercício de direitos subjetivos decorrentes de uma posição jurídica, tradicionalmente, a titularidade do direito de propriedade<sup>218-219</sup>. O controle de condutas *a priori* lícitas em relações obrigacionais é realizado pela aplicação da boa-fé. A despeito da consciência da distinção, a análise do abuso de direito pode contribuir para o árduo preenchimento do conteúdo da boa-fé.

Assim como outros institutos a relativizar o direito posto, a teoria do abuso de direito surge da necessidade social<sup>220</sup>, é claramente uma limitação ao exercício de direitos<sup>221</sup> e a sua aplicação gera grande polêmica. Em nome da moralidade, equidade e

---

<sup>216</sup> Comportamento descrito como *selfish withholding from [a distributor] of its intention seriously to impair*, BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, *Good-faith and fault in contract law*, p.164

<sup>217</sup> “Tuttavia la buona fede, nella sua accezione generica, impone obblighi integrativi, di informazione o di protezione, ma a condizione che siano accessori o strumentali alla prestazione principale; cioè volti a salvaguardare, nei limiti del l’apprrezzabile sacrificio, l’utilità dell’altra parte, ossia l’interesse che questa intende perseguire attraverso l’operazione contrattuale, come desumibile dall’interpretazione del contratto” VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 111

<sup>218</sup> “Per lungo tempo la tendenza generale ha sempre privilegiato un’interpretazione volta a sottolineare la specialità delle norme del codice civile che evocano il principio del divieto dell’abuso di diritto, tanto che le forme di controllo dei diritti soggettivi ascrivibili al nostro sistema giuridico sono riconducibili al principio di buona fede, in riferimento ai rapporti obbligatori, ed al divieto di atti emulativi in materia di proprietà mancando nel nostro ordinamento, come in quello francese ed austriaco, una norma che espressamente disciplini l’abuso del diritto”, VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 128

<sup>219</sup> Confrontar com §226 do BGB

<sup>220</sup> “Josserand nel 1905 afferma che era stata proprio la necessità di trovare un appropriato rimedio alla questione dell’instabile equilibrio tra i diritti a fronte delle incessanti trasformazioni sociali ad aver prodotto nella giurisprudenza ‘deux grandes théories’: quella del rischio professionale e quella dell’abuso del diritto (che in quel momento Josserand intendeva come una sorta di estremizzazione del criterio della colpa), rappresentanti i due poli della responsabilità moderna e indirizzate a risolvere il più arduo dei problemi presentatosi innanzi ai moderni legislatori: ‘celui de cet équilibre instable des droits que se fait un jeu de rompre à tout instant l’incessante lutte vitale’. Destinate a completarsi a vicenda, le due grandi teorie erano indirizzate a consentire al diritto comune civilistico di ammodernarsi senza essere travolto dalle dirompenti trasformazioni sociali in atto.” VITO, Velluzzi, *L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari*, p. 67

<sup>221</sup> “Proviamo a seguire gli echi del dibattito in Italia. ‘La teoria dell’abuso del diritto - scrive Giole Solari - implica una profonda modificazione nel principio della libertà nell’esercizio dei diritti: essa inaugura la concezione veramente sociale del diritto soggettivo. In virtù del nuovo principio il contenuto di un diritto non è mai illimitato, e i suoi limiti dipendono dal grado di sviluppo della morale sociale.’” VITO, Velluzzi, *L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari*, p. 71

justiça, a teoria do abuso de direito supera as fronteiras do direito civil e busca resolver outras questões além das comumente tratadas pelo direito privado. Todavia, a perseguição de outros valores representa também o esgarçamento do direito privado enquanto sistema e pode ser vista não como ampliação, mas destruição do direito civil<sup>222</sup>.

Abuso de direito em sentido estrito é uma forma de perseguir objetivo diverso do previsto pelo legislador, sem violação de qualquer regra do ordenamento. É, portanto, uma completa subversão da lógica anteriormente vigente<sup>223</sup>. Há abuso quando um direito é exercitado em contraste com a boa-fé ou com o escopo em razão do qual aquele direito é reconhecido pelo ordenamento<sup>224</sup>. O referimento cruzado à boa-fé, a despeito de servir de indício da forte ligação entre os conceitos, seria tautológico para preenchimento do conteúdo semântico boa-fé que pretendemos. Contudo, o elemento emulativo – perseguir fim diverso do previsto – é, ao contrário, bastante útil. Especialmente considerando a relação entre especulação, arbitragem, *hedge* e transferência de risco.

É preciso investigar em que termos o escopo pretendido pelas partes fica claro para a contraparte no momento da contratação e ao longo da relação contratual. Nesse sentido, a informação fornecida claramente – de preferência estampada no próprio contrato – pode assegurar o exercício de um direito futuro fundado no objetivo perseguido. A informação do objetivo pretendido à contraparte tem o poder de tornar a causa do negócio definitivamente relevante para a sua interpretação?

---

<sup>222</sup> “Anche la teoria del divieto dell’abuso del diritto intende evitare una frammentazione del diritto comune civilistico, intende correggere l’ordine proprietario e allargare (in nome della ‘equità sociale’, della ‘morale sociale’, della ‘giustizia sociale’) l’area degli interessi protetti dal diritto privato. Pur essendo in linea con le nuove sensibilità della civilistica, la figura appare, però, non come uno strumento di espansione ma di rottura, di distruzione del sistema. L’insistenza sul suo carattere illogico, assurdo, incoerente tende a porre in rilievo la sua estraneità ai valori di fondo dell’ordinamento. Il giudice va oltre la ponderazione del conflitto dei diritti e fa emergere un ‘sistema opposto ed avverso al diritto’, la negazione del diritto stesso. Le obiezioni che Lai e Scialoja rivolgevano nei confronti dell’inquisizione nei confronti delle intenzioni, si spostano e diventano più ampie. Più che il riferimento all’‘intenzione’, agli inizi del Novecento è infatti soprattutto la ‘funzionalizzazione’ del diritto a suscitare entusiasmi e critiche feroci, presentandosi ora come compiuta realizzazione di una visione sociale (e come un’espansione estrema del diritto privato), ora come la fine del diritto (come assoggettamento del diritto dei privati a finalità estranee al suo ordine), come scomparsa del diritto soggettivo a vantaggio di una pericolosa funzione sociale del diritto obiettivo, di una generica conformità dell’esercizio del diritto allo ‘spirito del diritto’, alla ‘coscienza sociale e collettiva’ del momento.” VITO, Velluzzi, L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p. 70-71

<sup>223</sup> VITO, Velluzzi, L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p.75

<sup>224</sup> Nesse sentido, ao analisar o abuso de direito aplicado a contratos financeiros, Piccinini menciona o conceito adotado pela Corte de Cassação italiana, na sentença 15482 de 18 de outubro de 2003, PICCININI, Valentina, I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive, p. 74

O choque provocado pela teoria na doutrina civilista é bem ilustrado pela crítica de H. C. Guttridge<sup>225</sup>, que a ela se refere como “droga continental” capaz de trazer a interferência do Estado para qualquer assunto da vida privada.

A aplicação da teoria do abuso de direito, segundo Velluzi Vito, deve levar em conta que: (a) seu conteúdo é preenchido de acordo com a norma que cria o direito cujo exercício é limitado pela teoria do abuso; (b) a limitação da norma instituidora do direito subjetivo se faz pela finalidade pressuposta para o exercício daquele direito; (c) tanto a norma de abuso de direito quanto a instituidora do direito subjetivo devem ser interpretadas sistemicamente, de acordo com o contexto normativo em que estão inseridas; (d) na ausência de norma expressa sobre o abuso de direito, sua aplicação exige um exercício hermenêutico que remete à oposição de princípios e regras.<sup>226</sup>

Neste ponto, discordamos: ainda que positivada a norma sobre o abuso de direito, a sua aplicação – assim como de qualquer outra cláusula geral – não se simplifica. O abuso de direito e outras manifestações da boa-fé deve, sempre, ser sopesado em

---

<sup>225</sup> “The conversations I have had with continental lawyers left me with the impression that abus de droit is regarded as a dangerous expedient which should only be utilized to prevent manifest injustice [...] It [abuse of rights] resembles a drug which at first appears to be innocuous, but may be followed by very disagreeable after effects. Like all indefinite expressions of an ethical principle it is capable of being put to an infinite variety of uses, and it may be employed to invade almost any sphere of human activity for the purpose of subordinating the individual to the demands of the State. [...]. But it is clear that the theories of abuse and of relativity of rights, in general, have no place in our law as it now stands” H. C. Guttridge, *Abuse of Rights*, 5 CAMBRIDGE L. J.22, 44 (1933-1935)

<sup>226</sup> -10 “Insomma, pur se si ritiene configurabile sul piano concettuale la figura dell’abuso del diritto e si considera sensato, di conseguenza, sanzionare l’esercizio abusivo del diritto soggettivo, bisogna tener conto di molteplici fattori di diritto positivo. Mi spiego. L’abuso del diritto si inserisce in ordinamenti e ambiti disciplinari specifici e ciò ha, o può avere, svariati riflessi sul modus operandi del divieto di abusare del diritto soggettivo. Quanto ho detto sin qui ha già fatto emergere, infatti, che: a) talvolta l’abuso del diritto può essere ricondotto a norme espresse dell’ordinamento giuridico, il suo contenuto dipende, quindi, dal modo in cui la norma stessa viene interpretata; b) l’interpretazione della norma che espressamente contempla l’abuso del diritto (che sia qualificata o meno come un principio) condiziona l’interpretazione della norma attributiva del diritto soggettivo, orientandola verso il soddisfacimento delle ragioni dell’attribuzione del diritto soggettivo; c) sia la norma che regola l’abuso, sia le norme che conferiscono diritti si collegano con altre norme di uno o più ambiti disciplinari, con eventuali norme di chiusura degli ambiti disciplinari stessi e ciò può comportare un diverso atteggiarsi dell’abuso del diritto; d) in assenza di una norma che espressamente regoli l’abuso del diritto si pone il problema di trovare all’abuso un ancoraggio normativo nell’ordinamento. Ciò determina una serie articolata di argomentazioni e giustificazioni sovente connesse con l’elaborazione di norme inespressamente qualificate come principi o con la riconduzione del divieto di abuso del diritto a norme espresse (anch’esse qualificate come principi). Le vicende del sistema giuridico italiano testimoniano la presenza di entrambe le tendenze appena menzionate. Per un verso l’art. 833 c.c. è stato ritenuto l’indice, il punto di emersione codicistico del divieto di abuso del diritto, e cioè l’elemento o uno degli elementi in grado di costituire la base normativa dalla quale trarre il principio di divieto dell’abuso del diritto soggettivo. Per l’altro verso in certe decisioni e contributi della dottrina il divieto di abuso del diritto è stato ritenuto una specificazione del principio di buona fede oggettiva (artt. 1337, 1366, 1375 c.c.). Così ragionando l’abuso del diritto non è un principio da ricavare e formulare, bensì espressione dei contenuti di un principio già formulato nell’ordinamento giuridico.” VITO, Velluzzi, *L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari*, p. 16-17

contraposição a outras cláusulas gerais, como a certeza do direito. O esforço interpretativo é, portanto, diverso da aplicação de uma regra de conduta qualquer.

Finalmente, o abuso de direito pode ser visto como um princípio-ponte que alimenta com os valores constitucionais as regras do Código Civil<sup>227</sup>. É, contudo, fundamental aceitar que a função dos princípios é integrativa, não modificativa; tanto em relação ao ordenamento posto quanto à vontade declarada.

### 3.2.6. Razoabilidade

A razoabilidade pode ser melhor definida como a ponderação de interesses legítimos das partes. Nesse sentido, também conduz ao equilíbrio contratual ao considerar as posições de cada parte e a razoabilidade do interesse que pretendem ver satisfeito<sup>228</sup>.

Assim, a razoabilidade não se identifica com a boa-fé, tampouco afirmar a boa-fé como cláusula geral garante a razoabilidade na relação negocial; mas é justamente o contrário, por meio da razoabilidade – no sentido de sopesar os interesses individuais eventualmente contrapostos – é que se contribui para a afirmação da boa-fé<sup>229-230</sup>.

A razoabilidade é indispensável na aplicação prática da cláusula geral de boa-fé no sentido de promover a adequada ponderação de interesses das partes<sup>231-232</sup>.

### 3.2.7. Correttezza

A *correttezza* debatida pela doutrina italiana pode ser referida como correção do comportamento das partes e dá uma dimensão pragmática, de conduta esperada, na relação contratual. Todavia, assim conceituada, pouco se distingue da boa-fé objetiva<sup>233</sup>

---

<sup>227</sup> VITO, Velluzzi, L'abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p.103

<sup>228</sup> VOLPE, Fabrizio, La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato, p. 185 e ss

<sup>229</sup> “non sembra, pertanto, condivisibile l’assunto che attraverso la buona fede sai possibile garantir ela ragionevolezza nei rapporti contrattuali. Vero è piuttosto il contrario: sono i principi ad illuminare le clauseole generali”, GIORGINI, Erika, Ragionevolezza e autonomia negoziale, p. 151

<sup>230</sup> “La ragionevolezza, infatti, dato il suo carattere indistinto, non si presta a sostituire la buona fede, non essendo una clausola generale del diritto dei contratti bensì un criterio di valutazione degli interessi rapportato alle circostanze concrete, cosicché non può diversamente essere intesa alla stregua di un principio strumentale della prima, utile finanche alla sua concretizzazione. In altri termini, solo a seguito di un opportuno bilanciamento dei contrapposti interessi sottesi all’altro negoziale, sarà possibile valutare la condotta delle parti e, quindi, consentire alla buona fede di fare ingresso nel contratto.” VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, p. 44-45.

<sup>231</sup> “Senza ragionevolezza non vi può essere in corretto utilizzo della buona fede, in ragione del fatto che senza bilanciare coerentemente gli interessi in gioco non è dato valutare la correttezza della condotta delle parti.” VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, p. 46

<sup>232</sup> No mesmo sentido, ROMANO, Geremia, Interessi del debitore e adempimento, p. 130

<sup>233</sup> “Successivamente, viene enunciato l’obbligo di agire con correttezza, con riferimento, quindi, dalla norma di cui all’art. 1175 cod. civ., identificandosi, conseqüentemente, con il principio della buona fede in senso

como cláusula geral, com os mesmos problemas para aplicação prática. Em oposição à equidade, a *correttezza* é um balizamento pragmático de comportamento<sup>234</sup>, não uma regra de validade<sup>235</sup>.

Sobre o tema, Rodotà afirma que, para uma apreensão científica da *correttezza*, se deve observar suas manifestações<sup>236</sup>. Em seguida, elenca quatro manifestações da *correttezza*. A obrigação de negociar, a cargo de um ou ambos os contraentes. Se a obrigação de negociar imposta legalmente não tiver qualquer limite de conteúdo, pouco produzirá efeitos práticos<sup>237</sup>. No ordenamento brasileiro, um exemplo da obrigação de negociar é o direito de renovar o contrato assegurado ao locatário que desenvolveu o estabelecimento comercial naquele endereço em razão de contrato escrito por mais de cinco anos, como prevê a Lei nº 8.245/91. A não negociação é sancionada pela renovação judicial do contrato, estabelecendo-se o aluguel com base na valoração real de mercado no momento da renovação, excluído o valor adicionado pelo desenvolvimento do negócio pelo locatário.

A segunda manifestação refere-se aos casos em que partes deixam um dos elementos do contrato a ser definido por um sucessivo acordo que não se conclui pelo comportamento contrário à *correttezza* de uma das partes. Nesta hipótese há abundante jurisprudência a integrar o contrato em substituição à manifestação faltante da parte em afronta à boa-fé<sup>238</sup>.

---

oggettivo da intendersi come dovere di comportarsi in modo da non ledere l'interesse altrui oltre i limiti della tutela legittima dei propri interessi.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 251

<sup>234</sup> “Se così è, balza chiaro il ruolo che al principio di *correttezza* (o di buona fede) deve essere assegnato: il nesso evidente che può essere tracciato tra attuazione del rapporto obbligatorio e principio di *correttezza* (o buona fede) esprime una esigenza, del resto elementare, che vi sia un costante adeguarsi del comportamento dei soggetti del rapporto alle mutevoli esigenze prospettate dal momento dinamico del rapporto obbligatorio stesso. Tale rapporto si suppone ovviamente già venuto in vita con riguardo alle varie fonti, esclusivamente però sotto un profilo statico e non già dinamico.” GAZZONI, Francesco, Equità e autonomia privata, p. 292

<sup>235</sup> “In conclusione, dunque, la differenza tra il criterio equitativo e il principio di *correttezza* (e buona fede) si pone sul piano operativo, perché le attribuzioni dei due criteri di giudizio nettamente si differenziano sia come incidenza procedimentale, sia come incidenza pratica: l'equità attiene al profilo regolamentare ed obiettivo, la *correttezza* invece a quello attuativo e comportamentale; la prima si rivolge alla regola come tale, la seconda ai soggetti che tale regola hanno concorso, in maniera determinante, a porre in essere” GAZZONI, Francesco, Equità e autonomia privata, p. 292

<sup>236</sup> “Per far ciò, l'unica via rigorosa sembra essere l'individuazione di figure sintomatiche relative all'applicazione della clausola generale di *correttezza*, quali già possono trarsi dalle applicazioni giurisprudenziali”, RODOTÀ, Stefano, Le fonti di integrazione del contratto, p. 191

<sup>237</sup> RODOTÀ, Stefano, Le fonti di integrazione del contratto, p. 194

<sup>238</sup> RODOTÀ, Stefano, Le fonti di integrazione del contratto, p. 195

A terceira manifestação se refere à ponderação do interesse das partes quando o comportamento de uma delas frustra a justa expectativa da outra em relação à utilidade esperada do contrato<sup>239</sup>. Esta manifestação da *correttezza* identificada por Rodotà na jurisprudência italiana é, posteriormente, referida como razoabilidade pela doutrina italiana como se verá adiante.

A quarta manifestação mencionada por Rodotà é justamente o dever de informar. Tratado de forma restritiva, só pode servir para integrar o contrato nas hipóteses em que afeta diretamente e substancialmente a posição das partes ou compromete a efetivação da operação econômica esperada da execução do contrato<sup>240</sup>. Como era de se esperar, assim como a boa-fé, a ampliação exagerada da *correttezza* para justificar qualquer julgamento é criticada pela doutrina<sup>241</sup>.

### 3.2.8. Transparência

No subsistema de direito privado positivo, segundo Tomasetti, o motivo é pouco relevante para determinação da eficácia do negócio jurídico, ao contrário do que ocorre no microsistema de direito do consumidor. O princípio da transparência é, por conseguinte, exacerbado no direito do consumidor. O fato de o ordenamento garantir ao hipossuficiente o direito de desistir do negócio realizado fora estabelecimento reforça a relevância dos motivos. De certa forma, é possível que o produto ou serviço – mesmo sem qualquer inadimplemento do fornecedor – não sirva aos motivos pretendidos pelo adquirente, hipótese em que poderá extinguir os efeitos do negócio realizado. Os motivos são o fundamento da ineficácia e a transparência é o meio objetivo de realização do direito de resolução por desatendimento dos motivos<sup>242</sup>.

A expressão é criticada pela vagueza de sentido, assim como a proteção a “integridade do mercado” ou a “tutela do investidor”<sup>243</sup>. Assim como na própria análise que se faz do dever de informar, é necessário detalhar o que se pretende em termos práticos a partir do objetivo genérico de transparência.

---

<sup>239</sup> RODOTÀ, Stefano, *Le fonti di integrazione del contratto*, p. 198

<sup>240</sup> “Gli obblighi di avviso possono costituire materia per una integrazione del contratto secondo la clausola generale di *correttezza* solo nelle ipotesi in cui riguardano fatti tali da comportare modifiche sostanziali delle posizioni delle parti o da compromettere addirittura la realizzazione dell’operazione economica nel suo complesso.” RODOTÀ, Stefano, *Le fonti di integrazione del contratto*, p. 204

<sup>241</sup> Nesse sentido, GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 293

<sup>242</sup> TOMASETTI JR., Alcides, *Doutrinas Essenciais - Responsabilidade Civil*, pp. 72-73.

<sup>243</sup> GIOACCHINO, La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali: la nozione civilistica di strumento finanziario*, p. 258

Segundo Tomasetti, tanto a insuficiência como a hipereficiência da informação caracterizam violação do dever de informar que deve atingir o objetivo da transparência, isto é, a informação compreensível e adaptada a melhor percepção pelo destinatário<sup>244</sup>. Nesse sentido, vale mencionar a normativa europeia que proíbe a divulgação de nomes de autoridades em conjunto com informações sobre os investimentos a fim de evitar a percepção pelo leitor que os investimentos seriam ‘certificados’ pela autoridade mencionada<sup>245</sup>.

O excesso de informação pode ser constatado em duas manifestações: o destaque impreciso de informações que possam implicar em compreensão inadequada do contrato, como ocorre frequentemente em documentos publicitários; e a confusão, decorrente da má organização ou apresentação desestruturada da informação.

Destaque-se que a transmissão de informação defeituosa ou imprecisa que permita compreensão divergente da realidade é conduta de maior gravidade, cujas consequências deverão ser, logicamente, mais drásticas.

- a) consciencialização crítica dos desejos de consumo e da priorização preferências que lhes digam respeito;
- b) possibilitação de que sejam averiguados, de acordo com critérios técnicos e econômicos acessíveis ao leigo, as qualidades e o preço de cada produto ou de cada serviço;
- c) criação e multiplicação de oportunidades para comparar os diversificados produtos e serviços;
- d) conhecimento das posições jurídicas subjetivas próprias e alheias que se manifestam na contextualidade das séries infindáveis de situações de consumo;
- e) agilização e efetivação da presença estatal preventiva, mediadora, ou decisória, de conflitos no mercado de consumo<sup>246</sup>.

A transparência é um resultado prático, que a lei substancialmente persegue mediante o que se pode denominar princípio (e correspondentes deveres legais) de informação<sup>247</sup>.

Em termos de redação do texto contratual, a transparência sugere que a redação seja a mais simples e direta possível. Quanto menos conhecimento técnico a correta

---

<sup>244</sup> TOMASETTI JR., Alcides, Doutrinas Essenciais - Responsabilidade Civil, pp. 76-77.

<sup>245</sup> SANGIOVANNI, Valerio, Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria in Diritto comunitario e degli scambi internazionali, p. 374

<sup>246</sup> TOMASETTI JR., Alcides, Doutrinas Essenciais - Responsabilidade Civil, p. 73.

<sup>247</sup> TOMASETTI JR., Alcides, Doutrinas Essenciais - Responsabilidade Civil, p. 69.

interpretação exigir da contraparte mais próximo se estará do objetivo de contratação consciente<sup>248</sup>.

O ideal de transparência se confunde, portanto, com o dever de informar no viés de disponibilização de informações, que devem ser adequadas e completas de acordo com a causa concreta do negócio em análise e as características das partes<sup>249</sup>.

### 3.2.9. Função social e causa do negócio

A importância atribuída à função social na formulação do Código Civil vigente é inegável. O único artigo a enunciar a liberdade contratual<sup>250</sup> o faz apenas como suporte para indicar a limitação pela função social<sup>251</sup>, que verifica a dimensão ética do contrato antes de atribuir-lhe eficácia.

No direito positivo, a Constituição de Weimar<sup>252</sup> é apontada como pioneira na disciplina do instituto ao inserir em seu artigo 153<sup>253</sup> a limitação ao exercício do direito de propriedade pela função social.

A propriedade obriga e seu uso deve servir também ao bem comum. A despeito da contundência do dispositivo legal, a aplicação mais ampla do princípio da função social exigiria ulterior desenvolvimento. É nesse sentido que a empresa, com importância

---

<sup>248</sup> “Dunque la trasparenza si specifica nella esatta determinazione e nella effettiva comprensibilità delle clausole senza che al 'contraente debole' debbano richiedersi particolare competenze tecniche. La trasparenza, quindi, rende l'informazione agevolmente percepibile.” GRECO, Fernando, Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale in Rassegna di diritto civile, p. 1150

<sup>249</sup> “Da ultimo viene indicato quale criterio generale di comportamento quello della trasparenza finalizzato a risolvere, per quanto possibile, il problema delle asimmetrie informative che inevitabilmente caratterizza il rapporto tra intermediario ed investitore. Tale principio deve essere interpretato nel senso più ampio di informazione corretta, completa ed adeguata, non potendosi ridurre al rispetto delle regole che riguardano l'acquisizione e la comunicazione delle informazioni di cui alla successiva lett. b) e che verranno nel prosieguo esaminate.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 251

<sup>250</sup> Artigo 421 do Código Civil

<sup>251</sup> ... o juiz avalia se a operação realizada com o contrato se coloca, nalguma sua faceta, em conflito com os objetivos fundamentais e valores de natureza ética, social, econômica, pelos quais se rege o ordenamento jurídico, ou até com as contingentes escolhas políticas do legislador – por outras palavras, se os interesses privados prosseguidos com o contrato violam o interesse público, o interesse geral da coletividade ROPPO, Enzo, trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, O Contrato, p. 177

<sup>252</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, Função social do contrato: primeiras anotações, p. 60.

<sup>253</sup> Article 153. Property is guaranteed by the constitution. Laws determine its content and limitation. Expropriation may only be decreed based on valid laws and for the purpose of public welfare. It has to be executed with appropriate compensation, unless specified otherwise by Reich law. Regarding the amount of the compensation, the course of law at general courts has to be kept open in case of a controversy, unless Reich laws specify otherwise. Expropriations by the Reich at the expense of the states, communities or charitable organizations may only be executed if accompanied by appropriate compensation. Property obliges. Its use shall simultaneously be service for the common best.

([http://www.zum.de/psm/weimar/weimar\\_vve.php#Fifth%20Chapter%20:%20The%20Economy](http://www.zum.de/psm/weimar/weimar_vve.php#Fifth%20Chapter%20:%20The%20Economy) - acessado em 29 de setembro de 2013).



central no desenvolvimento das economias modernas, passou a objeto da aplicação da função social da propriedade. Na ausência de previsão legal expressa, a doutrina dividiu a propriedade em bens de consumo e bens de capital, incluindo entre os últimos o controle da empresa<sup>254</sup>.

O surgimento da função social no direito positivo alemão não é casual, tem como fundamento conjuntural a intensa crise econômica enfrentada pelo país após a primeira guerra mundial. A França, todavia, mantém vigente o *Code Civil* desde 1802. Não há no ordenamento francês menção à função social<sup>255</sup>, decorrência quase necessária da expressão exacerbada dos ideais liberais vigentes à época. O tratamento dos contratos em conjunto com a propriedade – exemplo tradicional de direito subjetivo absoluto, apesar das relativizações mais recentes a partir da referida Constituição de Weimar – no *Code Civil* é indicativo do caráter absoluto da liberdade de contratar, refletido também no já mencionado art. 1134 do mesmo código.

É atribuído a Duguit, na França, o desenvolvimento do solidarismo contratual, “o direito objetivo e os direitos subjetivos que ele concede, são resultados de uma certa ordem social. O direito é um produto da sociedade e não se pode negar isso.”<sup>256</sup> É evidente que a ausência de previsão legal não impede a relativização da obrigatoriedade dos contratos na França ou em outros ordenamentos, como se verá a seguir. Contudo, a opção pela não positivação da função social é um indicativo da parcimônia na sua aplicação.

Na Alemanha, a atual constituição reproduz a já referida imposição do exercício da propriedade em observância à função social. O BGB, contudo, deixa de prever expressamente a aplicação da função social aos contratos. Cabendo à boa-fé o protagonismo na relativização da liberdade de contratar. A vinculação do direito obrigacional ao conteúdo patrimonial, contudo, permite a aplicação da limitação ao exercício do direito de propriedade aos contratos. Além disso, Salomão Filho vê no § 823 do BGB uma relação com a função social, pelo desenvolvimento das chamadas “normas de proteção”<sup>257</sup>.

---

<sup>254</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, *Função social do contrato: primeiras anotações*, p. 61.

<sup>255</sup> SANTIAGO, Mariana Ribeiro, *O Princípio da Função Social do Contrato*, p. 142.

<sup>256</sup> WALDMAN, Ricardo Libel, *O sobre-princípio da função social do contrato: da filosofia à dogmática jurídica*.

<sup>257</sup> “Note-se que, no reconhecimento concreto de que normas poderiam ser qualificadas como *Schutzgesetze*, o legislador alemão dirigiu-se àquelas cujo descumprimento era ao mesmo tempo lesivo ao interesse coletivo e ao interesse individual. (...) Essas normas, em que a proteção do interesse coletivo e individual convivem – e são praticamente indivisíveis –, passaram a ser qualificadas como protetoras de instituições, ou garantias institucionais no campo privado”, SALOMÃO FILHO, Calixto, *Função social do contrato: primeiras anotações*, p. 67.

O ordenamento português trata da função social como parâmetro para delimitação do abuso de direito<sup>258</sup>, com aplicação apenas indireta aos contratos. Contudo, segundo Menezes Cordeiro, essa transposição topográfica e a utilização da função social para limitação da liberdade exige cautela. Não se pode a partir do “dado normal”, comportamento social médio, reduzir drasticamente a esfera de liberdade individual. A função social no direito privado deve ser entendida, segundo o autor, como uma adesão dos comportamentos à utilidade social e econômica apenas verificável em cada caso. Não é possível, assim, estabelecer uma função social abstrata e generalizante.<sup>259</sup>

Nesse sentido, a função social se aproxima da causa concreta:

Uma razão prática típica que lhe é imanente, uma causa, um interesse social objetivo e socialmente verificável, a que ele deve corresponder. Causa, bem entendido, não em sentido fenomenológico mas teleológico e deontológico, atinente à existência de sociabilidade que preside a função ordenadora do direito.<sup>260</sup>

A influência de Betti para afirmação da função social como causa do negócio jurídico é inegável<sup>261</sup>, especialmente no desenvolvimento do princípio da solidariedade nas décadas de 60 e 70 do século passado<sup>262</sup>. Sztajn aponta que o intervencionismo em um código de direito privado merece crítica e relembra a herança fascista implícita no controle estatal.<sup>263</sup>

---

<sup>258</sup> Código Civil Português, art. 334., (Abuso do direito) É ilegítimo o exercício de um direito, quando o titular exceda manifestamente os limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou econômico desse direito.. Disponível em: <https://dre.pt/pdf1sdip/1966/11/27400/18832086.pdf>

<sup>259</sup> CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, Da boa-fé no Direito Civil, pp. 1230-1231.

<sup>260</sup> BETTI, Emilio, trad. Fernando de Miranda, Teoria Geral do Negócio Jurídico, p. 334.

<sup>261</sup> “La liceità è bensì condizione necessaria, ma non condizione sufficiente di per sé sola a giustificare il riconoscimento del diritto. Per ottenere questo la causa deve rispondere anche a un'esigenza durevole della vita di relazione, a una funzione d'interesse sociale” BETTI, Emilio, Teoria generale del negozio giuridico, p. 193

<sup>262</sup> “È ben nota la posizione di Emilio Betti tesa a sottoporre la causa del contratto non ad un mero controllo di liceità, bensì anche di funzionalità sociale dell'interesse perseguito. Il tema della distinzione tra liceità e meritevolezza del contratto è stato sviluppato specie negli anni '60 e '70 del secolo scorso, com'era ovvio che fosse, nella più generale direzione della «funzionalizzazione» e comunque dei limiti (interni ed esterni) dell'autonomia privata, sovente di stampo solidaristico, direzione rivolta ad accreditare una specifica lettura del dettato costituzionale (in particolare l'alt. 41, commi secondo e terzo) riguardo all'autonomia dei privati ed alla autonomia contrattuale quale espressione di quest'ultima” VELLUZZI, Vito, ‘4you’: c'è ‘spazio’ per il contratto immeritevole di tutela? in I contratti, p. 889

<sup>263</sup> “Será que um código de direito privado - mesmo que seja visto como a constituição do homem comum, na dicção de Miguel Reale - deve conter dispositivos que induzam as pessoas a agirem tendo em vista interesses de terceiros, a distribuir benesses ou agir de conformidade com interesses do Poder Público? Esse é o sentido que se dava à expressão 'função social' no ordenamento italiano a época do fascismo.” SZTAJN, Rachel, Função social do contrato e direito de empresa, p. 31.

Se compreende também a proteção indireta aos bons costumes e à ordem pública – em que pese a irrelevância da manutenção da ordem pública em cenário de estabilidade e política e conservação da constituição<sup>264</sup> – pela atenção à causa do negócio e também à função social que dele se espera<sup>265</sup>.

Segundo Miguel Reale, coordenador do projeto do Código Civil, o temor de insegurança quanto à exigibilidade dos contratos decorrente da inadequação à função social é descabido, uma vez que os contratos continuam a ser celebrados para serem cumpridos<sup>266</sup>. A *interpretação autêntica* nem sempre prevalece, mas é importante o registro da excepcionalidade da aplicação da função social como relativizador da vontade declarada pelas partes no momento da conclusão do contrato.

Por um lado, não se discute a importância dos mecanismos limitadores à liberdade de contratar. É possível identificar situações em que as partes, perseguindo seus interesses, causem um prejuízo à coletividade<sup>267</sup>. Por exemplo, extinguindo um determinado mercado<sup>268</sup>. A aplicação do direito positivo tem na desatualização um de seus mais importantes problemas práticos. O processo legislativo em estados de grande porte é complexo e moroso. Nosso vigente Código Civil, cujo projeto original foi formulado pela *Comissão de Revisão e Coordenação dos Projetos de Códigos do Ministério da Justiça*, constituída em 23 de maio de 1969 é exemplo: mais de 32 anos se passaram entre o início dos trabalhos e a promulgação da Lei. Nesse sentido, a aderência à função social é também um mecanismo de atualização interpretativa do direito positivo.

Por outro lado, dada a fluidez do conceito – assim como na aplicação da boa-fé –, é fundamental delimitar a extensão do princípio da função social, decodificando-o em

---

<sup>264</sup> GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 347 – irrelevância da ordem pública

<sup>265</sup> GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 343

<sup>266</sup> “Essa colocação das avenças em um plano transindividual tem levado alguns intérpretes a temer que, com isso, haja uma diminuição de garantia para os que firmam contratos baseados na convicção de que os direitos e deveres neles ajustados serão respeitados por ambas as partes.

Esse receio, todavia, não tem cabimento, pois a nova Lei Civil não conflita com o princípio de que o pactuado deve ser adimplido. A ideia tradicional, de fonte romanista, de que *pacta sunt servanda* continua a ser o fundamento primeiro das obrigações contratuais.” REALE, Miguel, *História do Novo Código Civil*, pág. 266

<sup>267</sup> “Em outras palavras, ao escolher o que é melhor para si, cada parte pode impor perdas às contrapartes, o que pode acarretar um resultado pior para todos. Há ganhos, portanto, ao limitar o comportamento das partes (em especial aquele que é mais desejado do ponto de vista individual), com o objetivo de alcançar uma situação coletivamente superior.” ZYLBERZTAJN, Decio e SZTAJN, Rachel (org.), *Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações*, p. 116

<sup>268</sup> “Como se vê, a atribuição de função social ao contrato não vem impedir que as pessoas naturais ou jurídicas livremente o concluam, tendo em vista a realização dos mais diversos valores. O que se exige é apenas que o acordo de vontades não se verifique em detrimento da coletividade, mas represente um dos seus meios primordiais de afirmação e desenvolvimento.” REALE, Miguel, *História do Novo Código Civil*, pág. 268

regras mais precisas, sob pena de fundamentar qualquer intervenção no negócio celebrado pelas partes a pretexto da realização de uma função social duvidosa.

Contrata-se para atingir objetivos próprios e não alheios. Raciocinar em sentido contrário eliminaria a possibilidade de assumir riscos em busca de proveitos, pois sempre haveria a possibilidade de o conteúdo do negócio ser totalmente alterado por força das exigências sociais. Não se pode transferir aos contratantes o dever de sanar as mazelas da sociedade brasileira, como se estivessem a serviço do Estado. Os contratantes são pessoas livres, não funcionários.<sup>269</sup>

A afirmação de Zanetti é bastante pertinente ao tratar da função social. Ainda mais considerada a origem termo, que procura integrar a propriedade e, mais recentemente, o contrato como parte de um objetivo comum do Estado.

O alerta surge com relação ao abuso dessa linha de interpretação. Pensar o contrato a serviço do bem comum em detrimento do interesse das partes relegaria o instrumento à completa inutilidade econômica e também social. Luciano Timm intitula esta visão da função social como “paradigma paternalista”, em que a liberdade de contratar das partes é bastante limitada pela função social para, em tese, promover proteção da parte hipossuficiente contra sua própria declaração de vontade. Nesse sentido, o contrato é utilizado também como ferramenta da implementação da política econômica, promovendo a distribuição de renda entre partes de diferente capacidade econômica<sup>270</sup>.

Ademais, relata o TIMM, os juízes de primeira instância da Região Sul – mais de 70% dos entrevistados, em pesquisa sobre o conceito de função social – identificam o instituto com a justiça social<sup>271</sup>.

É indiscutível a disseminação do conceito de função social como sinônimo de interpretação por equidade, inclusive econômica. Ficam esquecidos, contudo, os efeitos de fato sociais da interpretação. Com a imposição de elevada insegurança jurídica pela

---

<sup>269</sup> ZANETTI, Cristiano de Souza, *Direito Contratual Contemporâneo - a liberdade contratual e sua fragmentação*, p. 199.

<sup>270</sup> (...) tal paradigma paternalista entende a função social do Direito Contratual de modo a colocar o contrato e o mercado em rota de colisão (como se o contrato fosse diferente do mercado; o contrato como um ato de solidariedade e o mercado como a sobrevivência do mais apto). Nesse modelo paternalista, portanto, a função social do contrato significaria promover a solidariedade, *i.e.*, corrigir o desequilíbrio de poder no espaço do contrato e distribuir o resultado econômico do relacionamento entre as partes. TIMM, Luciano Benetti, *Função Social do Direito Contratual no Código Civil Brasileiro: justiça distributiva Vs. eficiência econômica* in *Revista dos Tribunais*, vol. 876, p. 11, Out/2008, p.11.

<sup>271</sup> TIMM, Luciano Benetti, *Função Social do Direito Contratual no Código Civil Brasileiro: justiça distributiva Vs. eficiência econômica* in *Revista dos Tribunais*, vol. 876, p. 11, Out/2008, p.11.

revisão constante dos contratos segundo a função social, os negócios ofertados aos consumidores, trabalhadores e outras categorias de hipossuficientes tornam-se cada vez mais caros do ponto de vista econômico. O custo da incerteza é uma perda social, representa um mal funcionamento do sistema jurídico. Nesse sentido, se apresenta o paradigma concorrente: a função social do contrato é dar segurança jurídica à execução do negócio pactuado. Quanto maior a certeza de cumprimento, maior a eficiência econômica do contrato.<sup>272</sup>

Como proposto, usamos a análise do erro como contribuição para delimitação dos contornos do dever de informar. Interessante, assim, notar que Ghestin considera a análise da causa pouco importante para a teoria do erro<sup>273</sup>. Isto é, não se anula o negócio por erro quanto à causa. O problema da causa – como a violação à função social – é outra potencial fonte de nulidade e não deve ser confundida com o erro.

Ademais, utilizando o conceito de *adeguatezza* do direito italiano, verificar-se-á que o problema da causa fica contido na obrigação da instituição financeira verificar a potencialidade do investimento realizado atingir os objetivos pretendidos pelo investidor, dispensando-se em caso de dano por má verificação da *adeguatezza*, inclusive, a reflexão sobre o nexo de causalidade para responsabilidade civil<sup>274</sup>.

---

<sup>272</sup> “Consequentemente, através de uma análise econômica, o modelo paternalista de Direito Contratual não é capacitado para alcançar o seu propósito de bem-estar na sociedade, vez que poderá, aleatoriamente, beneficiar alguns indivíduos, mas, proporcionalmente, prejudicar muitos outros mais. A intensificação da proteção legal de uma das partes (locatários, por exemplo) traz em seu bojo, geralmente, um aumento total de custos ao mercado (locação, no caso). Estes custos terminam sendo repassados aos sujeitos atuantes do lado da demanda (como os exemplos abaixo ilustrarão), os quais pagarão um preço mais alto. Ainda que se considere que nem todos os custos serão repassados, isso não significa um ganho de eficiência (melhoria de bem-estar). E este é o motivo pelo qual, geralmente, os objetivos da justiça redistributiva colidem com os propósitos de eficiência, no Direito dos contratos.” TIMM, Luciano Benetti, *Função Social do Direito Contratual no Código Civil Brasileiro: justiça distributiva Vs. eficiência econômica* in *Revista dos Tribunais*, vol. 876, p. 11, Out/2008, p.18.

<sup>273</sup> “Mais ceux-ci ne peuvent se substituer à la réglementation elle-même. Dire que l’erreur justifie l’annulation d’un engagement lorsqu’elle atteint la cause de celui-ci est dépourvu de tout intérêt pratique, s’il faut ensuite élaborer une définition de la cause qui soit propre à la nullité pour erreur. Parler d’erreur sur la cause au lieu d’erreur sur la substance revient à substituer une formule à une autre. Il nous a paru préférable de rechercher les principes moraux essentiels qui gouvernent la nullité et de tenter de dégager d’une jurisprudence, souvent incertaine, une conciliation de ces principes qui soit intérêts légitimes des parties en présence. Dans la mesure où nous sommes parvenus à proposer quelques règles précises, il n’était peut-être vain d’ajouter une étude nouvelle à celles déjà nombreuses qui ont porté sur l’erreur” GHESTIN, Jacques, *Notion d’erreur dans le droit positif actuel*, p. 358

<sup>274</sup> “Richiamando proprio la decisione delle Sezioni unite, in diverse occasioni la giurisprudenza ha affermato che qualora l’investitore allegli quale inadempimento la mancata segnalazione scritta della non adeguatezza dell’operazione (o del conflitto di interessi), si può ritenere preclusa la prova della mancanza del nesso di causalità in quanto la responsabilità dell’intermediario sussiste per la stessa violazione dell’obbligo di astensione in assenza della quale non si sarebbe verificato alcun danno per l’investitore. Accertata l’oggettiva non adeguatezza dell’investimento, l’intermediario avrebbe infatti dovuto astenersi dal porre in essere

Em conexão com o problema da causa, vale reforçar que não pode demandar o dever de informar a parte que pretendia com o contrato derivativo perseguir um interesse idiossincrático<sup>275</sup>, como qualquer desdobramento da boa-fé, o elemento ético é fundamental para evitar a aplicação incidental do direito em benefício de interesse egoístico e a consequente insegurança jurídica.

A circulação de riqueza é a função social dos títulos de crédito e dão decorre apenas da vontade dos contratantes, mas do papel que se espera desses instrumentos na sociedade<sup>276</sup>. Da mesma forma, a função social dos derivativos é fazer circular o risco com baixos custos de transação e isso deve ser levado em conta quando da análise de sua validade ou eficácia. A revisão de um contrato derivativo por inadequação à função social deve, portanto, ser ainda mais restrita que a revisão de outros negócios, uma vez que a redução da certeza quanto à eficácia do contrato, per se, contraria a função social na medida que adiciona um risco jurídico à relação negocial.

### 3.3. Equidade

Importante destacar que a boa-fé é uma das manifestações da ideia de equidade, não o contrário. O seu estudo é importante porque ajuda a compreender e preencher o conteúdo da cláusula geral, mas é preciso ter em mente que a formulação positiva da boa-fé é um preenchimento do conceito mais amplo de equidade.

A positivação da equidade – de certa forma herança histórica de como a equidade ingressa nos ordenamentos ocidentais a partir do direito romano – é contraditória com seu

---

l'operazione, eliminando quindi in radice il rischio di un danno per l'investitore. Ai sensi dell'art. 1222 la violazione delle obbligazioni di non fare (nel nostro caso di non dare corso all'operazione inadeguata) 'costituisce di per sé inadempimento' e rende irrilevante ogni indagine circa la sussistenza del nesso di causalità. Tale soluzione, quantomeno con riferimento alle operazioni non adeguate, pare ulteriormente avvalorata dal fatto che la valutazione di inadeguatezza presuppone la sussistenza di tutti quegli elementi (esperienza, propensione al rischio, precedenti decisioni di investimento) in base ai quali deve essere accertato in via presuntiva il nesso di causalità." FIORIO, Paolo, Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, p. 345-346

<sup>275</sup> DE POLI, Matteo, Asimmetrie informative e rapporti contrattuali, p. 360

<sup>276</sup> "Non è problema - credo - di scegliere Ira documento destinato alla circolazione per volontà dell'emittente e documento socialmente destinato alla circolazione. La funzione di tutela dell'acquirente già induce alla seconda soluzione: la eterodossia di una scelta privata che ordini le situazioni soggettive di altri privati ne è ulteriore indizio; l'applicazione di corretti criteri ermeneutici nel contesto che si viene discutendo lo suggerisce: la genesi e l'evoluzione storica dei titoli di credito (naturalmente inerenti ad una attività di impresa, che è attività economica obiettivamente considerata) lo confermano. Vero è invece che occorre cercare un connotato obiettivo che dia sostegno (definitivo) alla considerazione 'sociale' della destinazione alla circolazione. Il connotato obiettivo non è nemmeno riconducibile alla scelta di forme di circolazione caratteristiche del titolo di credito." LIBONATI, Berardino, Titoli di credito e strumenti finanziari, p. 37

significado original<sup>277</sup>. Se pensada como um método alternativo ao direito positivo, prever as hipóteses em que a razoabilidade dever ser aplicada retira a flexibilidade e limita o seu potencial de atualização do Direito para atendimento da transformação social<sup>278</sup>. Ainda sobre a positivação da equidade, Ralph A. Newman afirma, na década de 1970, com certo pesar, que na França não havia sequer menção no direito positivo, enquanto na Alemanha e na Itália – conforme já debatido – a equidade serve apenas como apoio interpretativo para o direito positivo<sup>279</sup>. Nos parece, todavia, que a limitação clara ao uso da equidade não deve ser lamentada, mas incentivada, com o objetivo de conter a discricionariedade decorrente, como se debate em outros pontos deste trabalho.

Apesar do pouco rigor científico, assumido pelo próprio autor<sup>280</sup>, Newman faz um interessante levantamento das manifestações da equidade em diversos ordenamentos pela entrevista de juristas especializados. O método falho se nota pelas contradições dos resultados, dois juristas emitem diferentes opiniões sobre o ordenamento francês, por exemplo. Ainda assim, a compilação dos resultados indica a percepção dos entrevistados sobre as manifestações da equidade naqueles ordenamentos. A boa-fé é a manifestação mais

---

<sup>277</sup> GUIDO, Alpa, *L'equità in La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 231-233

<sup>278</sup> “(1) There is a considerable body of equitable doctrine which forms an integral part of the code provisions. This is the result of the inheritance of Roman law, into which equity had been incorporated in the second century of the Christian era, and later contributions derived from the Judaic-Christian ethic, canon law and German and French customary law. Although what is probably the greatest part of the equitable content of civil law came into the legal norms in this way, the potential effect of the infusion, so far as the Roman contribution is concerned, has been arbitrarily limited because the Justinian Code was regarded in the middle ages throughout most of Europe as consecrated by the succession of the Holy Roman Empire, and consequently as expressing immutable principles which were not subject to the influence of social change. The result has been to immobilize the Roman concepts in the form they had assumed during the classical period of Roman law. Even with regard to other equitable infusions, the code norms, by imprisoning what Pringsheim called the dynamic quality of equity in the statutory formulae, have become the victims of legal positivism. The result has been the destruction of what Puig Brutau deems to be equity’s vital quality, its capacity to contribute to the perpetual growth of the law 11, while the social conscience, which is the cause of legal growth, continues to mature.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world’s legal systems: a comparative study*, dedicated to Rene Cassin, p. 591

<sup>279</sup> “The main formally recognized resort to unwritten sources of law is the filling of gaps in the codes, but the gaps, as Savatier has pointed out, are not only complete voids but exist interstitially in the express provisions of the codes; and since it is in the individualized treatment of each case that equity can be most effective, the potential field for the application of equitable doctrine is as wide as the codes themselves. In France even the limited resort to equity to fill gaps in the code is not formally available. In Germany, equity is relegated to the function of interpreting the positive law, through the technique of applying statutes which deal with particular situations to other situations in which the principle underlying the statutory rule is equally relevant. A similar doctrine exists in Italian law. This device seems to lead to distortion of the meaning of the texts, and its potentialities are limited. NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world’s legal systems: a comparative study*, dedicated to Rene Cassin, p. 602

<sup>280</sup> 6 “The essays on equity in this volume, although they do not, of course, purport to enumerate the complete category of principles of equity in the legal systems discussed, contain, although only by Way of illustration, many references to such principles.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world’s legal systems: a comparative study*, dedicated to Rene Cassin, p. 604

citada (22 vezes), seguida por enriquecimento ilegal (17 vezes), dolo (15 vezes), abuso de direito (15 vezes), proteção contra evicção e prevalência da substância sob a forma (13 vezes cada)<sup>281</sup>.

Mais importante que o resultado estatístico questionável é perceber como, por meio de desenvolvimentos posteriores, a equidade foi fracionada e transformada em princípios, depois em regras finalísticas e de conduta, com preceitos bastante objetivos em alguns casos. O mesmo caminho de ser percorrido pela boa-fé. A perda de flexibilidade não deve ser vista como negativa, mas decorrente do detalhamento e da absorção da ideia original por regras mais objetivas. Newman observa ainda que apesar do desdobramento da equidade em técnicas e conceitos tão diferentes, os resultados são similares ao redor do mundo<sup>282</sup>. Apesar da afirmação ser passível de crítica de debates intermináveis que remontam ao jusnaturalismo<sup>283</sup>. Impressiona a menção frequente ao enriquecimento ilícito e ao dolo em ordenamentos tão diferentes como o Soviético e o Japonês, ainda que a aplicação do enriquecimento ilícito e do dolo provavelmente não seja uniforme nos ordenamentos mencionados.

Aliás, acerca da positivação, a boa-fé sobre a mesma crítica<sup>284</sup>: para resolver a questão do positivismo – nenhuma norma externa ao sistema jurídico deve ser considerada

---

<sup>281</sup> Ver Tabela 1 – Levantamento a partir de 6-36 – NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world's legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin*, p. 604-609

<sup>282</sup> “It should not surprise us to find that the doctrines which have evolved in the course of the application of the fundamental principles of equity in different cultures, at different periods and in a multitude of cases, each case differing in some respects from every other case, have assumed very different forms in various legal systems. Nevertheless, although legal doctrines differ considerably in their conceptual formulation and in the techniques whereby they are applied in the process of judicial decision, the results of their application are strikingly similar almost throughout the World.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world's legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin*, p. 604-610

<sup>283</sup> Neste ponto, vale mencionar que NEWMAN conclui sua obra propondo um direito universal como forma de promover a paz mundial: “Law will continue to be, for the foreseeable future, a vital organ of social control. Rules of law will always be necessary to avoid the danger of arbitrary judicial authority, just as law is the real foe of political absolutism. Since men who are not trained in the law cannot learn the multitude of rules, and even if they could the codes cannot provide a comprehensive system of justice, men's conduct must be determined by the principles and precepts which lie at the base of most of the rules. Since the underlying principles and precepts are based on ideals which arise from within the human spirit, they can be understood by all mankind. A system of law so based provides a surer guide for conduct than the unpredictable uncertainties which are inherent in positive law. The presence of a body of fundamental principles of equity which are essentially the same in nearly all legal systems strongly suggests the possibility of a world legal order based on a corpus aequitatis which has lain hidden for many centuries beneath the surface of legal institutions. The field of ideal law has been likened to a sea, vast and turbulent as life itself. Perhaps the uncovering, in these essays, of the similarity, among the nations, of the basic values of equity will help to chart the currents which can carry man toward his imperishable dream of peace through the universality of law.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world's legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin*, p. 627

<sup>284</sup> VITO, Velluzzi, *L'abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari*, p.76



na sua aplicação – se introduziu o ordenamento uma norma que tem como conteúdo relativizar a própria rigidez do sistema normativo. Uma norma sobre cláusula geral seria útil se limitasse e definisse o procedimento para sua aplicação; do contrário, é meramente declaratória da existência da cláusula geral.

O sistema civil italiano faz clara distinção entre a aplicação da boa-fé, segundo a qual os contratos devem ser interpretados e executados, conforme artigos 1366, 1175 e 1375 do *Codice Civile*; e equidade, que serve para integração do contrato apenas quando seu conteúdo é obscuro, como determinam os artigos 1371 e 1374 do *Codice Civile*<sup>285</sup>.

Nesse ponto, fundamental o destaque acerca da limitação ao preenchimento de lacunas. A equidade é acolhida em muitos ordenamentos apenas para regular situações não tratadas pelo direito positivo<sup>286</sup>, o que reduz bastante a insegurança potencial na sua aplicação e a posiciona ao lado de outros princípios gerais integrativos.

Mais precisamente, Guido Alpa faz uma análise percuciente dos múltiplos significados de *equidade* no Código Civil italiano, especificando as seguintes espécies: (i) equidade interpretativa, nos termos do 1371 do *Codice Civile*, exige o sopesar dos interesses das partes, é aplicável apenas de forma residual, sendo vedado o recurso a elementos externos ou critérios subjetivos, devendo o juiz ater-se à economia do contrato. (ii) Equidade corretiva, como prevista na redução da cláusula penal (art. 1384 do *Codice Civile*) em regra similar à prevista no Código Civil, e ainda no contrato de empreitada (art. 1664 do *Codice Civile*), comissão (art. 1733 e 1736 do *Codice Civile*), agência (artigos 1749 e 1751 do *Codice Civile*), corretagem (art. 1755 do *Codice Civile*) e trabalho (artigos 2109, 2110, 2111, 2118 e 2120 do *Codice Civile*). (iii) Equidade quantitativa, determinante do montante do dano e, portanto, da indenização, conforme prevista nos artigos 1226 e 2056 para os danos em geral e no artigo 2045 para o estado de necessidade e 2047 para o dano causado por incapaz, todos do *Código Civile*. (iv) Equidade integrativa, conforme dispõe o

---

<sup>285</sup> VILLANACCI, Gerardo, *La buona fede oggettiva*, p. 40

<sup>286</sup> e22 “(4) In nearly all the civil codes there is provision, in order to fill gaps in the codes, for resort to equity, described under various names and formulae; gute Sitten, Treu und Glauben, bonnes moeurs, bonne foi, natural law, equity or general principles of law. In Swiss law gaps are classified in two types: gaps not foreseen and gaps left intentionally to complete the contours sketched by the code provisions. Scholars have gone to extreme lengths to explain this resort to unwritten sources of law without refuting the theory of positive law that the creation of law is exclusively a legislative function; for example, on the theory that there are no lacunes because every specific rule of the written law is accompanied by a general rule, unexpressed but certain, which accompanies the written rule like its shadow. Kelsen refutes the existence of gaps by means of his theory of the Grundnorm.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world’s legal systems: a comparative study*, dedicated to Rene Cassin, p. 592-593

artigo 1373 do *Código Civile* que remete expressamente ao mercado – externo ao contrato, portanto – para integrar o pacto negocial. (v) Equidade processual, com fundamento nos artigos 113 e 114 do *Código di Procedura Civile*, o juiz pode julgar a causa em desacordo com o direito positivo e segundo a equidade. Os mais radicais enxergam essa possibilidade como um ordenamento alternativo fundado na equidade<sup>287</sup>.

A distinção é de suma relevância, especialmente para a realização da justiça distributiva por meio da boa-fé. Ao menos no direito italiano, não se vislumbra a possibilidade de uso da boa-fé como sinônimo de equidade. A equidade só ganha espaço em outro momento, quando não é possível inferir a regra contratual dos instrumentos disponíveis. Integrar o contrato é, sob o prisma da mitigação da autonomia privada, bastante menos agressivo que a anulação ou violação de uma regra contratual clara sob a alegação de infração à boa-fé.

Ainda sobre a equidade no Direito Italiano, existe a possibilidade de as partes – apenas em requerimento conjunto e apenas nos casos que envolvam direito patrimonial disponível – requererem o julgamento de acordo com a equidade em detrimento do direito positivo. Trata-se de verdadeiro meio alternativo de solução do conflito quando as partes, por qualquer razão, acreditarem que a simples ponderação de interesses trará melhor solução que a aplicação do direito<sup>288</sup>.

A equidade não se confunde com a justiça no caso concreto. A justiça – com todas as dificuldades de conceituação – é um objetivo a ser perseguido na interpretação dos

---

<sup>287</sup> GUIDO, Alpa, L'equità in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 231-232.

<sup>288</sup> “quella autonoma, ma piuttosto quella eteronoma, è chiaro come debba aver presente anche determinate esigenze *latu sensu* sociali, mentre, d'altra parte, il dover mantenere il giudizio d'equità nell'ambito dell'applicazione normativa e non già prescindendo da essa non lo rende libero nel giudizio al pari del giudice d'equità ex art. 114 c.p.c. Da questo punto di vista dobbiamo fin da ora avvertire che si porrà un problema di osservanza di talune direttive di giudizio che si presentano esterne alla persona del giudice: se il giudizio di equità viene, nell'ipotesi ex art. 1374 c.c., instaurato prescindendo dalla richiesta delle parti è evidente come esso non possa non offrire una garanzia di legalità che, se non si identifica nell'applicazione di norme di legge o nel perseguimento dell'unica volontà possibile del legislatore, non può tuttavia fare a meno di riferimenti non arbitrari.” GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 136

contratos<sup>289</sup>. A equidade deve ser vista como um método de interpretação, de ponderação de valores e interesses, como parte, portanto, da atividade jurisdicional<sup>290</sup>.

### 3.3.1. Justiça contratual

Conforme já referido, o sistema de direito privado passa por uma inegável ampliação de fontes. A exigência de conformidade com a Lei não é mais suficiente para assegurar a exigibilidade do contrato, mas princípios constitucionais e valores diversos devem ser avaliados para afirmação da validade e eficácia do negócio jurídico. Verifica-se, portanto, a valorização do papel do intérprete, com risco de graves distorções em razão da inegável falibilidade humana. A aplicação de cláusulas gerais, usos de mercado e princípios deve ser realizada com cautela, sempre na busca de um equilíbrio hipotético na relação contratual. É, pois, fundamental o rigor metodológico para trazer alguma segurança entre a ponderação dos interesses envolvidos<sup>291</sup>. Sem certeza do direito não é possível falar em

---

<sup>289</sup> “D'altra parte alla base della teoria è individuabile un ulteriore equivoco. La funzione di giustizia del caso concreto è richiamata infatti anche nell'ipotesi in cui sia lo stesso legislatore ad invocare l'equità per il tramite di un espresso rinvio. Pur in questa diversa prospettiva non sembra tuttavia che all'equità possa essere affidata una funzione autonoma e peculiare. Alla base del richiamo è infatti un problema ben distinto, trattandosi di decidere il tipo di formulazione legislativa da adottare per una determinata fattispecie e scegliendo a tale scopo la soluzione del rinvio in bianco a criteri di giudizio non predeterminati.” GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 146

<sup>290</sup> -14 “D'altra parte solo al giudice può spettare, quale terzo estraneo alle contrattazioni, un'applicazione dell'equità, che non può consistere così nel verificare il buono o cattivo uso che dello strumento equitativo abbiano fatto i privati, ma esclusivamente nel vagliare, alla luce appunto di un criterio equitativo, gli accordi raggiunti, secondo quanto discende dall'applicazione dell'art. 1374 c.c. (174), il quale presuppone non realizzabile, o quanto meno non realizzato, un inserimento di principi equitativi nell'ambito contrattuale. Certamente, come vedremo, non sempre, ed anzi raramente, il giudice ricorrerà all'equità, ma ciò deriva da un lato dalla subordinazione di questo criterio al criterio legislativo e dall'altro dalla circostanza che l'equità potrà aver di già trovato piena (ma inconsapevole ed involontaria) applicazione ad opera dei privati con l'inserimento di particolari clausole o con una regolamentazione equa delle reciproche prestazioni e ciò analogamente al parallelo fenomeno che si verifica sulla base di una identificazione tra esigenze di equità e regolamentazione operata dallo stretto diritto. Sotto ogni riguardo si deve dunque ribadire che l'equità è esclusivamente (e non già essenzialmente) materia di funzione giurisdizionale, identificandosi l'equità con il giudizio d'equità.” GAZZONI, Francesco, *Equità e autonomia privata*, p. 159-160

<sup>291</sup> “Che cosa accade nelle fonti del diritto dei privati è chiaro. Da un sistema di regole e strutture che esigono conformità, si passa progressivamente ad un contesto ove si dà rilievo ai principi costituzionali interni e comunitari, norme spesso prive di una fattispecie che non consentono un giudizio conforme ad una regola data ma esigono un bilanciamento di valori diversi. L'asse della giuridicità si sposta dall'assolutismo della legge alla centralità dell'interprete. Non solo. Il diritto è sempre più spesso scritto e riscritto da soggetti diversi. Leggi, giudici, Authority, dottrina, privati. Tutto ciò ha molti meriti e un pericolo grave. L'erosione di un valore di civiltà come la certezza del diritto. Che fare? Da questa divisione si esce con una riflessione attenta su come applicare diritti, principi e clausole generali in base a fonti giuridiche che diversificano le posizioni soggettive dei privati e inducono a percepire le differenze e la fonte generatrice delle diseguaglianze. Tutto ciò in base ad una tecnica argomentativa nuova e rigorosa. Il tema della giustizia contrattuale sta tutto qui.” VETTORI, Giuseppe, *Il Contratto Europeo fra regole e principi*, p. 161

equidade ou justiça contratual<sup>292</sup>. Nesse sentido é a própria contribuição do presente trabalho, para criação de parâmetros auxiliares na análise da violação do dever de informar.

Francesco Gazzoni propõe em 1970 uma simplificação da aplicação dos conceitos de boa-fé, *correttezza* e correlatos, muito em debate na época, para ele, bastava o poder equitativo do julgador e os princípios constitucionais como informadores das decisões<sup>293</sup>. Apesar de a simplificação contribuir para a compreensão e lógica do sistema, a discricionariedade que permite ao juiz é nefasta e deve ser evitada.

Importante analisar o processo de construção do Código Civil sobre este tema. Dois pilares do Código mencionados por Miguel Reale são os princípios da eticidade e da socialidade<sup>294</sup>. O princípio da eticidade, conforme descrição do mencionado coordenador do

---

<sup>292</sup> “Come è ampiamente noto che l’idea del rimedio contro l’iniquità del contratto, nella sua plurisecolare tradizione, viene sacrificata dal diritto contrattuale moderno all’esigenza della certezza dei rapporti giuridici e del rispetto dell’autonomia dei privati, unica garante dell’equità del contratto. Con riferimento al nostro codice, la prevalenza accordata al valore della certezza dei rapporti giuridici rispetto alla giustizia contrattuale si manifesta nella disciplina della rescissione, dove, nel caso di contratto concluso in stato di pericolo, disciplinato dall’art. 1447 c.c., l’iniquità delle condizioni contrattuali rivela, come elemento necessario, insieme allo stato di pericolo ed alla conoscenza che la controparte abbia dello stesso, dovendosi determinare tale iniquità non in base a criterio tecnico di proporzionalità, ma in relazione a criterio etico-sociali. La lesione qualificata della sproporzione *ultra dimidium* delle prestazioni contrattuali rivela ancora, accanto allo stato di bisogno ed all’appropriamento dello stesso, in caso di azione generale di rescissione secondo la disciplina dell’art. 1448 c.c., dove si richiamano i criteri oggettivi di mercato ai quali il giudice deve riferirsi per compiere tale valutazione”, GUIDO, Alpa, L’equità in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 489 e ss

<sup>293</sup> GAZZONI, Francesco, Equità e autonomia privata, p. 355-358

<sup>294</sup> “ETICIDADE - Procurou-se superar o apego do Código atual ao formalismo jurídico, fruto, a um só tempo, da influência recebida a cavaleiro dos séculos XIX e XX, do Direito tradicional português da escola germânica dos pandectistas - aquele decorrente do trabalho empírico dos glosadores; está dominada pelo tecnicismo institucional haurido na admirável experiência do Direito Romano. Não obstante os méritos desses valores técnicos, não era possível deixar de reconhecer, em nossos dias, a indeclinável participação dos valores éticos no ordenamento jurídico, sem abandono, e claro, das conquistas da técnica jurídica, que com aqueles deve se compatibilizar. Daí a opção, muitas vezes, por normas genéricas ou cláusulas gerais, sem a preocupação de excessivo rigorismo conceitual, a fim de possibilitar a criação de modelos jurídicos hermenêuticos, quer pelos advogados, quer pelos juízes, para continua atualização dos preceitos legais. Nesse sentido, temos, em primeiro lugar, o art. 113, na Parte Geral: ‘Art. 113. Os negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração’. E mais este: ‘Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes’. Lembro como outro exemplo o art. 422, que dispõe quase como um prolegômeno a toda a teoria dos contratos, a saber: ‘Art. 422. Os contratantes são obrigados a guardar, assim como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé’.

SOCIALIDADE - É constante o objetivo do novo Código no sentido de superar o manifesto caráter individualista da lei vigente, feita para um País ainda eminentemente agrícola, com cerca de 80% da população no campo. Hoje em dia, vive o povo brasileiro nas cidades, na mesma proporção de 80%, o que representa uma alteração de 180 graus na mentalidade reinante, inclusive em razão dos meios de comunicação, como o rádio e a televisão. Daí o predomínio do social sobre o individual. Alguns dos exemplos dados já consagram, além da exigência ética, o imperativo da socialidade, como quando se declara a junção social do contrato na seguinte forma: ‘Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato’. Por essa razão, em se tratando de contrato de adesão, estatui o art. 423 o seguinte: ‘Art. 422. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente’. No caso de posse, superando as disposições até agora universalmente seguidas, que distinguem

projeto, implica importante redução do formalismo para adoção de “normas genéricas” ou cláusulas gerais. Vale lembrar, na comparação com os títulos de crédito, a importância de certo formalismo para garantia da segurança jurídica que permite a circulação. Especialmente nos derivativos de massa, é preciso manter o rigor formal na interpretação dos para que seja possível fazer circular o risco – conforme antes apontado, principal objetivo dos derivativos.

Sobre a aplicação de princípios e regras, é inevitável mencionar a teoria amplamente difundida a partir da obra de Ronald Dworkin: o sistema jurídico é composto principalmente de regras e princípios, ou normas programáticas<sup>295</sup>. Enquanto regras contraditórias se anulam, remanescendo apenas uma escolhida por um dos muitos métodos de solução de conflitos de normas – mais recente, mais específica etc. – princípios contraditórios permanecem no ordenamento para ponderação<sup>296</sup>.

Não por acaso, o desenvolvimento da aplicação da boa-fé no direito anglo-saxão, com fundamentos históricos diversos, portanto, se depara com o mesmo problema da ponderação de princípios enunciados a partir da equidade<sup>297</sup>. Especialmente sobre a boa-fé, anotaram-se três preceitos: (i) o Direito não protegerá intenções inescrupulosas; (ii) justas expectativas fundamentadas no comportamento da contraparte serão consideradas; (iii)

---

apenas entre a posse de boa e a de má-fé, o Código leva em conta a natureza social da posse da coisa para reduzir o prazo de usucapião, o que constitui novidade relevante na tela do Direito Civil.” REALE, Miguel, História do Novo Código Civil, p. 37-38

<sup>295</sup> “Atienza e Ruiz Manero affermano che la nozione di illecito atipico non è stata elaborata nelle classiche teorie del diritto di stampo positivista (Austin, Kelsen, Ross) perché esse ‘non si preoccupano del fatto che l’ordinamento giuridico sia composto da regole e da principi’, e non solo da regole. Secondo Atienza e Ruiz Manero - che seguono, modificandola parzialmente, la proposta di Dworkin - i sistemi giuridici sono composti principalmente da regole (di condotta o di fine) e principi (in senso stretto o direttive, queste ultime chiamate anche norme programmatiche). I principi servono come giustificazione delle regole (sono le ragioni che danno “senso” alle regole), ma possono anche guidare condotte, ed in particolare le azioni che consistono nello stabilire o applicare norme.” VITO, Velluzzi, L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p. 19

<sup>296</sup> “Quando un giudice è guidato da principi nell’applicazione del diritto in un caso concreto deve ponderare i principi rilevanti: il risultato della ponderazione è la regola che deve essere applicata.” VITO, Velluzzi, L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p. 20

<sup>297</sup> “Out of the basic precepts of good faith, honesty and generosity there have evolved in the decisions of the courts of equity in England and the United States, reproducing corresponding results of the positive law and jurisprudence in the civil law, twelve fundamental principles which are the distillation of the ethical experience of the various streams which constitute the sources of modern western law. These principles are sometimes expressed but must usually be found by a study of judicial decisions and of legislation. The principles sometimes overlap, as in the area of unjust enrichment, producing legal institutions which are the expression of more than one principle. The principles of equity, unlike the rules of strict law, are, because of their nature, drawn broadly so as to be capable of flexible application. For this reason the relationship between the principles and the rules of application is less visible than in strict law, and it is therefore even more necessary than in strict law to study the pragmatic operation of the principles in order to find out what they really mean.” NEWMAN, Ralph A. (org), Equity in the world’s legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin, p. 603

todos devem agir com boa-fé na realização de seus negócios, que se traduz em negociação justa, divulgação ativa de fatos relevantes para o negócio e assistência a contraparte para completa utilidade das prestações trocadas<sup>298</sup>. Destacamos o dever de informar implícito no terceiro preceito, bem como o caráter objetivo decorrente da relação dialética com a contraparte.

A título de ilustração, quando Eros Roberto Grau – professor desta casa – deixou a advocacia para tornar-se ministro do Supremo Tribunal Federal, mudou sua opinião sobre a aplicação dos princípios:

Infelizmente, isso que eu vou dizer agora o Fernando Pessoa já dizia antes. Dois ou três anos depois que eu morrer, durante duas vezes por ano, vão pensar em mim. E de vez em quando, talvez, alguém suspire por mim. Por 20 anos, a família vai pensar. E acabou. Então eu sei da minha absoluta falta de importância. O que eu vou dizer agora, portanto, não é arrogância. Eu fui o primeiro que escreveu sobre princípios aqui, quando eu fiz a tese para ser professor titular da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (USP). E isso foi um grande mal, porque dei para o juiz um instrumento com que ele justifica o que quiser. Ele toma a decisão e depois vai construí-la com base na flexibilidade, na razoabilidade. Quando eu cheguei ao Supremo Tribunal Federal (STF) diziam: ‘Aí veio um marxista revolucionário, um ‘comuna’’. E eu saí de lá sendo considerado o maior positivista. Porque eu descobri que a legalidade é o último instrumento de defesa das classes oprimidas. Essa é uma coisa burguesa. É uma liberdade burguesa que tem que se preservar. Porque se eu não preservar a legalidade, a classe operária está ‘frita’<sup>299</sup>.

Com a vênua pela citação de um trecho de entrevista neste trabalho, a alegoria é bastante adequada para demonstrar a dificuldade de aplicação de princípios aos casos concretos, bem como a problemática de atribuir discricionariedade excessiva ao julgador.

Viveu a mesma contradição o jurista italiano – também professor, advogado e juiz – Carlo Francesco Gamba, importante defensor da aplicação dos princípios gerais de

---

<sup>298</sup> 5 “Principles based on the precept of good faith: III. The law will not allow the unscrupulous to carry out their plans. IV. Reasonable expectations based on the conduct of another person will be protected. V. Men must act in good faith with regard to those with whom they are dealing and those who may be affected by their action. Good faith requires fair dealing, affirmative disclosure of material facts and assistance to others in achieving the full benefit of contractual relationships.” NEWMAN, Ralph A. (org), *Equity in the world’s legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin*, p. 601

<sup>299</sup> Disponível em: <http://www.diplomatique.org.br/artigo.php?id=828>

direito e ampliação do direito privado enquanto teórico, mas implacável revisor de sentenças não baseadas em normas<sup>300</sup>.

Se o direito positivo provoca injustiças pela aplicação insensata e fria de normas superadas pela realidade social, a sua ausência é ainda pior. O direito positivo e alguma segurança jurídica ainda são a melhor proteção contra o detentor do poder na ocasião. Pelas experiências acima referidas, parece que o dilema imposto pela decisão de casos concretos foi determinante para revelar a importância do direito positivo.

Nesse sentido, vale analisar a exposição de motivos do CC de 2002:

f) Atualizar, todavia, o Código vigente, não só para superar os pressupostos individualistas que condicionaram a sua elaboração, mas também para dotá-lo de institutos novos, reclamados pela sociedade atual, nos domínios das atividades empresárias e nos demais setores da vida privada.

O princípio da socialidade tem ligação estreita com a efetivação da função social e menciona-se seu fundamento na evolução da ocupação do território, com a migração da população do campo para as cidades. Parece um argumento pouco útil para o direito dos contratos. Talvez o direito de vizinhança seja drasticamente afetado pela ocupação do solo, mas a predominância do interesse social decorre, a nosso ver, mais de uma opção axiológica que da urbanização. Nos tempos atuais, ninguém discutiria a prevalência do interesse social sobre o individual. Importa, contudo, verificar o que se pretende em termos práticos com a socialidade. Na aplicação da função social, como já indicado, fragilizar a segurança jurídica implica retirar do derivativo a possibilidade de realizar a transferência de riscos com baixos custos de transação.

A interpretação do contrato, nela incluída a análise do dever de informar, é um exercício dialético entre a busca da justiça para o caso concreto e a manutenção da segurança jurídica. Nesse sentido, se pode dizer que ambas – segurança jurídica e justiça subjetiva – têm relevância social. Fernando Araújo descreve o processo:

---

<sup>300</sup> “Il tema dell’abuso del diritto esaspera il timore - ampiamente diffuso nella dottrina - che scelte ‘forse conformi all’idea della giustizia’ ma disperse nell’ ‘anarchia delle coscienze’, dissolvessero l’unitaria tenuta del sistema affidata alla scienza’. Il timore riguarda anche giuristi non tormentati da assilli legalistici e pronti a valorizzare le clausole generali e il riferimento ai principi generali del diritto. Carlo Francesco Gabba, ad esempio, fu tra i primi a sostenere una visione del diritto privato allargata oltre i confini del Codice e a insistere sull’utilizzazione ampia dei ‘principi generali del diritto’. È lo stesso Gabba, però, instancabile annotatore di sentenze, a richiamare costantemente i giudici alla ‘retta applicazione’ della legge, a invitarli a non eluderla attraverso il richiamo ai principi.” VITO, Velluzzi, L’abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, p.75

É necessário haver um mínimo de justiça subjetiva para que as partes decidam contratar. Se não há a percepção de que se chegou a um acordo razoavelmente justo, não haverá contrato, tampouco interesses a tutelar. Nesse sentido é que tradicionalmente se exige que a manifestação de vontade de contratar tenha sido realizada em contexto de liberdade e consciência, com os institutos do dolo, erro, coação, estado de necessidade e lesão.

Após esta verificação inicial, entra em cena a segurança jurídica “limitando indagações sucessivas à justiça substantiva que pudessem pôr em risco o desenvolvimento da relação, tal como esse desenvolvimento pode ser representado nas expectativas das partes.”<sup>301</sup>

A justiça contratual tem estreita ligação com a causa concreta. As prestações têm de ser valoradas de acordo com sua utilidade aos contratantes. Determinada prestação pode ser pouco útil para um contratante e indispensável para outro. Especialmente quando não se pode substituir a prestação, o custo do dano ocasionado pelo seu inadimplemento pode ser bastante elevado. As prestações trocadas nos derivativos – liquidados pela diferença – são sempre um equivalente monetário. Assim, são tão fungíveis quanto a moeda corrente. Todavia, o risco transacionado é bastante específico. Se pretende obter o resultado monetário da variação de determinados índices ou taxas, naquelas condições pactuadas. Esse arranjo de riscos transacionado, especialmente nos derivativos sob medida, é pouco fungível. A verificação da justeza da troca, fundada na análise do equilíbrio entre as prestações deve levar em conta a utilidade singular da transferência de risco para cada parte<sup>302</sup>.

#### 3.4. Conflito de interesses

É bastante comum que as instituições financeiras desempenhem concomitantemente o papel de assessor financeiro para captação de recursos e o papel de consultor de investimentos. Daí surge um claro conflito de interesses no tratamento,

---

<sup>301</sup> ARAÚJO, Fernando, Teoria Econômica do Contrato, p. 330

<sup>302</sup> “Si tratta allora di verificare se un concetto di causa, qual è quello si è venuto fin qui delineando, attento all'esigenza di verificare l'effettiva razionalità dell'affare, possa offrire un contributo ad un'impostazione aggiornata del tema della giustizia del contratto. Questo interrogativo, del resto, risulta particolarmente delicato, poiché, ad una considerazione appena più approfondita ed attenta ai dati che ci vengono sottoposti dalla più recente evoluzione normativa, il quadro poc'anzi tratteggiato, nel senso della indifferenza dell'ordinamento al rapporto di scambio tra le prestazioni, si fa ben più articolato e mosso: così da indurre a dubitare, se non addirittura della perdurante vigenza del principio di irrilevanza di un'equivalenza oggettiva delle prestazioni, certamente della possibilità di istituire tra esso, ed i casi che vi derogano, un rapporto di regola ad eccezione e non piuttosto una relazione di coesistenza di due principi generali, ciascuno dei quali suscettibile di venire in considerazione come tale nell'ambito dell'area in cui è chiamato ad operare.” ROPPO, Vincenzo, Trattato del Contratto, p.146



produção e divulgação das informações. Por exemplo, como a demanda contra Morgan Stanley promovida por Luis Vuitton Moet Hennessy, em razão de o banco ter divulgado sistematicamente informações tendenciosas sobre empresas de produtos de luxo, com o claro interesse de atrair investidores para Pinault, Printemps, Redoute, empresa financiada em grande parte pelo próprio Morgan Stanley<sup>303</sup>.

O conflito de interesses é importante elemento para valoração da conduta das partes. Uma vez identificado o conflito, estreitam-se as balizas para condenação da violação do dever de informar. De certa forma, a parte que está diante de potencial conflito deve – ainda mais diligentemente – informar tudo o quanto puder a contraparte, inclusive sobre o próprio potencial conflito; a fim de permitir a decisão consciente quanto à formação ou manutenção do contrato.

### 3.5. Vontade e declaração negocial

Apenas em hipóteses excepcionais o Código Civil de 1942 admite a revisão do sinalagma genético em razão de vício declaratório. Diante dos diversos requisitos e dos limites para aplicação da revisão contratual, são raros os casos em que é julgado procedente o pedido de revisão<sup>304</sup>.

---

<sup>303</sup> Il crescente ed essenziale ruolo dell'informazione per il mercato finanziario fa emergere questioni nuove coinvolgendo soggetti che tradizionalmente restavano al di fuori di talune forme di contenzioso. Un indice significativo di tale filone è ben rappresentato dalla sentenza del Tribunale di commercio di Parigi del 12 gennaio 2004 (41) che ha accolto una domanda di risarcimento proposta dal grande gruppo del lusso Luis Vuitton Moet Hennessy (LVMH) nei confronti della banca d'affari Morgan Stanley. L'impresa francese si doleva del fatto che Morgan Stanley nel suo periodico bollettino *Luxury Goods Weekly* avesse costantemente fornito previsioni non incoraggianti sui titoli della società, presentando invece in modo più che elogiativo le prospettive del principale concorrente di LVMH, il gruppo Pinault, Printemps, Redoute (PPR), all'epoca impegnata in una battaglia senza esclusione di colpi per il controllo dell'azienda Gucci. In un diverso contesto il caso sarebbe rientrato pacificamente nell'ambito della libertà di manifestazione del pensiero (ad es. previsioni di successo di un partito rispetto ad un altro, preferenza per un film rispetto ad un altro, maggiore possibilità per una squadra rispetto ad un'altra). Qui invece gli indici di illiceità sono ritenuti, per un verso, il latente conflitto d'interessi fra l'attività di analisi finanziaria e quella di consulenza di Morgan Stanley, impegnata a sostenere lo sforzo di PPR. Per altro verso la reticenza sul fatto che Morgan Stanley era uno dei principali finanziatori di PPR e dunque aveva un diretto interesse al suo successo. Vale la pena di osservare che la condotta illecita di Morgan Stanley veniva ravvisata non solo nel suo bollettino ma anche in una serie di dichiarazioni pubbliche di suoi dirigenti. La conclusione del Tribunale era che vi era stata una lesione del credito di LVMH soprattutto fra gli investitori, con violazione dei suoi obblighi professionali di informazione (inammissibile per un professionista mondiale il quale deve controllare le proprie informazioni e verificarle costantemente, tenuto conto delle conseguenze per gli investitori e le società interessate). Una condanna tutt'altro che simbolica perché quantificata in € 30 milioni." GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, p. 178-179

<sup>304</sup> "Nell'originario sistema del codice civile del 1942 il controllo giudiziale sull'equilibrio contrattuale è consentito in casi eccezionali. L'equilibrio genetico può essere messo in discussione solo quando il contratto è stato concluso a condizioni inique per lo stato di pericolo, noto alla controparte, in cui una parte si trovava (art. 1447 cod. civ.), o quando una parte abbia approfittato dello stato di bisogno dell'altra per imporgli

A questão da escolha entre a vontade real, de fato pretendida pelas partes contratantes, e a declaração negocial externada, há tempos foi superada pela doutrina e fixada no direito positivo. Contudo, aflora a importância da vontade real em institutos como o erro, em que se permite a superação da declaração – pela anulação do negócio – em homenagem à vontade real. Da mesma forma, os princípios da boa-fé e da função social, como limitadores da autonomia privada, também surgem como um voltar-se para vontade real em detrimento da declaração negocial. A esse respeito, Junqueira de Azevedo faz a seguinte análise:

Em síntese, a posição do direito brasileiro a respeito das influências da vontade sobre a declaração é, a nosso ver, em seu conjunto, uma posição equilibrada; em cinco questões (declarações não sérias, simulação, interpretação, causa ilícita e erro), a legislação ora abre largo campo para a pesquisa da vontade interna, ora o restringe. Ainda que sobre as duas questões mais controvertidas (interpretação e erro) se possa dizer que o Código Civil adotou a teoria da vontade, a verdade é que a doutrina e jurisprudências se encarregaram de lhe diminuir os excessos.<sup>305</sup>

Assim como largamente debatido no item sobre a boa-fé, a relativização da declaração negocial sobre o prisma da violação ao dever de informar é fundamentalmente um problema de consciência. Não basta analisar a conduta dos agentes sobre a simples apresentação da informação; mas é preciso ir além, para verificação da consciência da parte contratante sobre os termos do contrato que vai celebrar<sup>306</sup>. Retoma-se, pois, a ideia

---

condizioni che integrano la lesione ultra dimidium (art. 1448 cod. civ.): in tal caso è consentito il rimedio della rescissione. Ma lo squilibrio rileva solo in quanto conseguenza di un'alterazione della libertà contrattuale del contraente leso, né ciò basta, perché occorre altresì che l'altra parte ne abbia approfittato. La cautela del legislatore è confermata dalla circostanza che l'azione di rescissione si prescrive in un anno soltanto, che decorre per di più non dal momento in cui cessa lo stato di pericolo o di bisogno, ma dalla conclusione del contratto (art. 1449, 1° comma, cod. civ.). Data la pluralità di presupposti e i limiti di esercizio non sorprende che i casi in cui l'azione viene promossa ed accolta siano molto rari.” DE NOVA, Giorgio, *Il contratto alieno*, p. 27

<sup>305</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*, 4ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2010, p. 116.

<sup>306</sup> “Alcuni autori, al contrario, hanno sostenuto la necessità di informare il più possibile il cliente investitore, al fine di porlo nelle condizioni di poter effettuare una scelta consapevole. A parere di chi scrive, tuttavia, la consapevolezza non passa necessariamente attraverso il numero di informazioni comunicate o acquisite. Un cliente investitore può dirsi informato quando ha ricevute o, comunque, acquisite tutte quelle informazioni necessarie per il compimento dell'ordine. Compito quindi dell'intermediario finanziario deve essere anche quello di selezionare le informazioni necessarie e utili da quelle inutili o, addirittura fuorvianti (o superflue), e

ignorância escusável: é razoável que a parte, diante da informação detalhada, concisa e clara se declare, ainda, não informada? No outro extremo, seria razoável que a instituição financeira, sem qualquer informação adicional, desse por bem informado um produtor rural apenas com as condições gerais do contrato registradas em cartório e um formulário assinado?

A esse respeito, cumpre esclarecer que a empresa investidora, ainda que de grande porte, não especializada no mercado financeiro, deve ser considerada hipossuficiente tecnicamente e, quanto ao dever de informar, a assimetria informacional é pressuposta<sup>307</sup>. Haverá contratação paritária, por conseguinte, apenas quando as partes forem especializadas no mercado financeiro, como ocorreria em um contrato entre bancos ou instituições financeiras.

A análise da consciência tem estreita relação com a declaração negocial, que só tem aptidão para gerar obrigações quando informada adequadamente e realizada por agente plenamente ciente das condições circundantes.

### **3.6. Da culpa ao risco<sup>308</sup>**

Interessante notar a doutrina italiana que atribui à evolução do paradigma de responsabilidade civil, para atribuição de responsabilidade a partir do risco gerado e não apenas do modelo tradicional baseado na culpa, a origem de normas positivas instituindo o dever de informar:

“Allo stato, comunque, vi sono indici ben più pregnanti e forti, volti a testimoniare l’attenzione alla correttezza dell’informazione finanziaria nonché alla tutela dell’affidamento incolpevole nella veridicità delle stesse informazioni finanziarie, ad iniziare dall’art. 1, pt. 2, lett. c), dir. 2003/6/CE – sull’abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato -, il quale prevede il

---

verificare, quindi, che il cliente le abbia realmente recepite e comprese, in modo che la scelta dell’investimento da effettuare sia effettivamente consapevole.” IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 40

<sup>307</sup> e 7 “Si tratta di condizioni di contrattazione che non possono essere in alcun modo assicurate quando si esce dal contesto paritario della contrattazione tra intermediari di rilevante ed eguale livello dimensionale e la contrattazione si realizza con imprese che non sono intermediari e che sono contrassegnati da una vocazione esclusivamente industriale o commerciale, sono del tutto privi di una organizzazione interna idonea a comprendere e gestire nel tempo oltre che al momento della stipulazione siffatti contratti e, anche se in passato hanno concluso altri contratti su derivati sono del tutto privi di esperienza operativa al riguardo.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina (org.), La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari, p. 88-89

<sup>308</sup> O título é atribuído em homenagem à obra de Alvino Ferreira Lima, publicada em 1938, que representa um marco importante no desenvolvimento dogmático da responsabilidade civil no Brasil.

divieto della diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Allo stesso modo, il legislatore italiano, intervenendo con la disciplina di attuazione della dir. 2003/6/CE, ha previsto il divieto di diffusione di informazioni false o fuorvianti, perché costituiscono una manipolazione del mercato, disponendo al riguardo anche sanzioni penali (art. 185 t.u.f.). Tali dati normativi, da cui si evince l'estrema delicatezza dell'attività di chi produce e diffonde informazioni di carattere finanziario, sarebbero indici senza dubbio rilevanti e significativi dell'applicabilità dell'art. 2050 c.c. alla fattispecie in esame.<sup>309</sup>

Apesar da ausência de ligação com a boa-fé, ou a equidade, uma vez que caminha no sentido de ignorar o elemento moral para tornar objetiva a responsabilidade, a afirmação tem sentido. A atividade financeira tem tal importância econômica e capacidade para gerar riscos que é possível, segundo este prisma, atribuir à instituição financeira que decide negociar derivativos a responsabilidade pelo risco gerado.

Conforme já debatido, a divulgação de informações sobre os produtos financeiros que negocia é importante medida para mitigar riscos. Nesse sentido, o cumprimento do dever de informar tem caráter liberatório em relação à responsabilidade pelo risco, prevista em nosso ordenamento no parágrafo único do artigo 927 do Código Civil<sup>310</sup>.

Deixamos de tecer outros comentários sobre as teorias da responsabilidade civil em razão da divergência temática com o presente estudo, mas, conforme já afirmado, não se pode negar que a objetivação da responsabilidade civil contribui para o agravamento do dever de informar em cenário em que o gerador do risco é, também, o detentor da informação em assimetria com a contraparte. Ademais, afirmar a responsabilidade objetiva tem impacto importante sobre o ônus da prova, mas pouco contribui para determinação dos limites do dever de informar.

Sobre as diferentes atividades desenvolvidas na negociação de contratos derivativos, parece exagerado atribuir à agência de rating e a consultorias especializadas em elaborar prospectos de investimento para o mercado de valores mobiliários a

---

<sup>309</sup> FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 399

<sup>310</sup> Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

responsabilidade por atividade de risco<sup>311</sup>. A emissão e a distribuição de valores mobiliários, pela própria massificação, pode ser considerada atividade de risco. Serviços assessoriais contratados incidentalmente não.

Obviamente, tratamos apenas da objetivação da responsabilidade. Assim, se um prestador de serviços de instituição financeira cometer um erro grave ou inescusável se constatará a sua culpa e o conseqüente dever de indenizar. Provavelmente, o banco indenizará os investidores e, em ação regressiva, cobrará o prejuízo de seu fornecedor. Lembrando que, especificamente no caso da agência de rating, o serviço deve ser interpretado como o de consultoria que emite um parecer<sup>312</sup>. A responsabilidade não é determinada pelo “erro” ou “acerto” da opinião, mas pela diligência com que ela foi produzida. A informação nesta relação não é um dever de conduta, mas o objeto principal do contrato. A análise do dever de conduta deve ter como foco o cuidado na preparação da opinião, verificada a diligência normal, não há responsabilidade.

---

<sup>311</sup> FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, p. 400

<sup>312</sup> FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, p.401

#### 4. Dever de informar nos contratos derivativos

O dever de informar é intensificado na contratação de produtos financeiros<sup>313</sup> pela relevância da informação na escolha do investimento adequado<sup>314-315</sup>. Mais ainda nos derivativos, nos quais o risco é o elemento central<sup>316</sup>.

A partir do dever de informar, é possível extrair duas regras de conduta para as instituições financeiras: (i) conhecimento do cliente; e (ii) adequação das informações e soluções oferecidas<sup>317</sup>. Antes de iniciar a prestação de serviços, é esperado que o banco

---

<sup>313</sup> “Infatti, l’attività di trasparenza si estrinseca essenzialmente nel dare informazioni, ossia nel fornire ogni elemento utile, vero e di immediata ed inequivoca comprensione, necessario sia per far conoscere e fornire notizie sull’intermediario e sulle modalità in cui opera; sia per fare adottare i provvedimenti opportuni e necessari alle autorità di controllo o per fare assumere scelte consapevoli e adeguate a chi ha interesse a stipulare un contratto di finanziamento.” PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), Trattato di diritto dell’economia, vol. VIII, p. 221

<sup>314</sup> “Pertanto, per ‘...assicurare al sistema il livello di efficienza che lo stesso non riesce a realizzare autonomamente sulla base delle semplici dinamiche concorrenziali in tutti principali ordinamenti la prestazione dei servizi di investimento e soggetta ad una disciplina dell’informazione diversa e più intensa rispetto a quella prevista per la generalità dei rapporti contrattuali, la cui funzione è principalmente da individuarsi nell’obiettivo di consentire un corretto funzionamento del mercato’.” COSTI, Renzo, Informazione e contratto nel mercato finanziario in Rivista trimestrale di diritto e procedura civile, p. 719

<sup>315</sup> No mesmo sentido, FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, p. 367

<sup>316</sup> “Nel panorama della contrattazione in strumenti finanziari quella in derivati presenta peculiarità del tutto particolari o addirittura singolari che ne fanno un fenomeno contraddistinto da tratti del tutto diversi rispetto alle altre operazioni su strumenti finanziari. Sul piano strettamente economico il rischio che viene corso dal cliente risulta ben più grave e rilevante nelle operazioni su derivati piuttosto che nei contratti di investimento. L’insuccesso dell’operazione di investimento comporta per il cliente la perdita parziale o totale del capitale investito. Questo costituisce naturalmente un grave pregiudizio patrimoniale e corrisponde ad una perdita secca di un valore di cui il cliente aveva la disponibilità e che appunto è stata compromessa o addirittura del tutto perduta a causa dell’insuccesso dell’operazione di investimento.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina (org.), La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari, p. 86

<sup>317</sup> “Tuttavia, è necessario soffermarsi sui doveri di trasparenza e correttezza previsti dalla normativa preesistente perché a quelli fa riferimento la sentenza in commento e quelli debbono essere considerati con riferimento a tutti i contratti conclusi prima del 2.11.2007 (senza considerare che molti di quei doveri permangono inalterati anche nella nuova disciplina). Sostanzialmente tali doveri si concretizzano nelle seguenti fondamentali regole: a) la *know your customer rule* (espressa dall’art. 28 del reg. Consob 1° 7.1998, n. 11522), secondo cui l’intermediario è obbligato, prima di iniziare a prestare servizi di investimento a favore del cliente, ad acquisire tutte le informazioni necessarie a conoscere la sua esperienza in materia di investimenti, la sua propensione al rischio, a consegnargli il documento-tipo sui rischi generali degli investimenti e ad informarlo nello specifico sulle caratteristiche e sui rischi dello strumento finanziario prescelto. b) la *suitability rule* (espressa dall’art. 29 dal citato reg. Consob), secondo cui gli intermediari debbono comunque astenersi dall’effettuare per conto dell’investitore quelle operazioni che appaiono non adeguate, avuto riguardo alla loro tipologia, oggetto, frequenza o dimensioni (quindi all’incidenza sul patrimonio affidato), in rapporto alle caratteristiche soggettive del cliente, ricavate dalle sue dichiarazioni o comunque desumibili in altro modo (prime fra tutte le precedenti esperienze di investimento). Solo se il cliente, informato delle ragioni di inadeguatezza dell’operazione, insiste, l’ordine deve essere impartito per iscritto, ivi facendosi ‘esplicito riferimento alle avvertenze ricevute’. Le due regole fondamentali appena enunciate si collocano nell’ambito di più generali doveri di comportamento degli intermediari finanziari, secondo cui essi debbono: a) agire sempre con la diligenza dell’operatore qualificato (art. 21, lett. a) del t.u. finanza approvato con d. legis. n. 58/ 1998; art. 26, lett. e) del reg. Consob ed art. 1176, comma 2°, cod. civ.), acquisendo un’adeguata conoscenza degli strumenti finanziari offerti ed obbligandosi a far conseguire al cliente il miglior risultato possibile in: dazione al livello di rischio prescelto e ciò sia nella fase antecedente la conclusione del contratto di investimento, sia

colete um conjunto razoável de informações sobre o cliente<sup>318</sup>, a depender dos produtos financeiros que pretende oferecer. Assim, o dever de informar-se sobre o cliente – assim como o dever de informar o cliente<sup>319</sup> – será proporcional à complexidade e ao risco das operações que realizará. Não se espera que a instituição financeira tenha do correntista pessoa física titular de uma conta-salário as mesmas informações que guarda de uma grande empresa com quem celebra contratos derivativos de valores expressivos. A despeito de ser pacífico o dever de conhecer o cliente, a instituição financeira não é obrigada a disponibilizar ao cliente a informação que sobre ele reuniu<sup>320</sup>. Ao analisar as normativas a seguir, buscaremos circunscrever as regras positivadas a esses objetivos a fim de confirmar – ou recusar – sua legitimidade.

Em relação à tempestividade, também é importante que a parte leve ao conhecimento da outra a informação a tempo da tomada de decisão que mitigará o prejuízo<sup>321</sup>. Ao contrário, nas hipóteses em que o desinformado não poderia tomar qualquer

---

nella fase di esecuzione dello stesso; b) evitare di compiere operazioni in conflitto di interesse (art. 21, lett. c) t.u. finanza ed art. 27 de reg. Consob n. 11522/1998), anche derivante da rapporti di gruppo, potendo derogare a tale divieto nel solo caso in cui, dopo aver informato preventivamente il cliente dell'esistenza di un conflitto di interessi nell'operazione che sta per compiere (autodichiarazione scritta), il cliente stesso, per iscritto, acconsenta egualmente a darvi corso (consenso scritto del cliente), purché l'operazione venga comunque eseguita in modo da assicurare all'investitore trasparenza ed equo trattamento (il che fa ritenere che, ove l'operazione possa rivelarsi dannosa per il cliente, essa vada evitata anche in presenza di un informato consenso scritto).”, FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 349

<sup>318</sup> “A tal proposito, si può rilevare che i criteri generali di comportamento previsti dispongono espressamente l'obbligo per l'intermediario sia di ‘acquisire le informazioni necessarie’ sia di agire in modo che i clienti ‘siano sempre adeguatamente informati’ [art. 21, lett. b), t.u.f.]; così facendo l'intermediario non soltanto è tenuto ad informare ma, prima di tutto, ha il dovere di informarsi sul cliente, acquisendo ogni informazione necessaria ed opportuna, al fine di comprendere il profilo di rischio del cliente e conseguentemente consigliare un'operazione adeguata, nonché fornire un'informazione appropriata sulle caratteristiche dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari offerti. È evidente, pertanto, la strettissima relazione tra il dovere di informare il cliente ed il dovere di informarsi sul cliente: l'intermediario potrà fornire al cliente un'adeguata ed efficace informazione solo se possiede un'idonea preparazione e conoscenza del profilo dell'investitore e dei suoi obiettivi, calibrando così le informazioni rispetto alle esigenze concrete.” FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 390

<sup>319</sup> FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 397 – complexidade dos produtos e serviços oferecidos incrementa importância da informação

<sup>320</sup> “Su posizioni più rigorose, la giurisprudenza di legittimità, secondo cui data la sua natura di strumento finanziario, assimilato ai valori mobiliari, la conclusione del contratto di Swap (nella specie, di domestic currency Swap) va assoggettata alla disciplina di cui alla legge Sim e, in particolare, ai requisiti di forma previsti dall'art. 6, 1° e 2° comma, ma non anche del regolamento che aveva imposto alla banca l'obbligo di allegare, al fine di rendere informato il consenso del cliente, una scheda informativa descrittiva delle informazioni raccolte. In base all'art. 6, 1° comma, legge n. 1 del 1991, che dispone il dovere dell'intermediario in valori mobiliari di assumere dal cliente le più complete ed accurate informazioni sulla sua situazione finanziaria, non è dato inserire un ulteriore obbligo in capo allo stesso intermediario di allegare al contratto concluso con il cliente una scheda descrittiva delle informazioni raccolte.” GIOIA, Gina, *Il contratto di swap in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 2212

<sup>321</sup> SANGIOVANNI, Valerio, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 790

medida para evitar os prejuízos decorrentes do contrato, pode-se dizer que ou não há violação do dever de informar ou que sua violação não implica dano a contraparte.

Trata-se de situação difícil verificação. Tomando como exemplo o caso da empresa que contrata derivativo de câmbio, caso o contrato não possa ser extinto antecipadamente e a empresa o tenha contratado para finalidade de *hedge*, a iminente variação cambial em desfavor da empresa contratante não provocará maiores prejuízos, uma vez que suas receitas também crescerão na mesma medida. Ainda assim, a empresa, ciente da provável variação cambial poderia contratar outro derivativo de câmbio para anular os efeitos do primeiro. Nesse caso, seria uma operação especulativa, baseada na expectativa de variação cambial informada. Em outras palavras, ainda que o contrato seja irrevogável, sempre que o objeto for razoavelmente comum, será possível contratar uma posição oposta em outro derivativo.

Reforçando a ideia de utilidade da informação para tomada de decisão com consequências patrimoniais<sup>322</sup>, a legislação italiana sobre mercado financeiro e de valores mobiliários determina especial destaque para a cláusula de extinção do contrato: é fundamental saber como deixar o vínculo contratual e quais as consequências para tomada da melhor decisão<sup>323</sup>.

É tranquilo dizer que não exaure o dever de informar a disponibilização de prospectos com informações gerais sobre o investimento, tampouco se resume à prestação

---

<sup>322</sup> CIAN, Marco, Gli obblighi informativi degli intermediari in *Le nuove leggi civili commentate*, p. 1213

<sup>323</sup> “Stante la rilevata complessità del negozio, viene ribadito l'orientamento giurisprudenziale secondo cui l'informazione sul diritto di recesso ex art. 30 T.U.F. deve essere contenuta nel contratto stesso. E il riferimento a tale facoltà (tra l'altro, nella fattispecie, impreciso e incompleto, in quanto genericamente richiamato senza precisazione alcuna in merito a tempistiche e gratuità), se contenuto unicamente nel prospetto informativo relativo ai titoli al cui acquisto è diretto il piano, è considerato insufficiente a soddisfare il dettato normativo, sia perché il prospetto è un atto esterno al contratto sia perché in tal modo la clausola di recesso è riferibile alla sola sottoscrizione dei titoli e non, come dovrebbe essere in considerazione del collegamento negoziale tra i vari contratti, all'intero piano finanziario. Con un'impostazione del tutto condivisibile di aperta tutela per l'investitore, l'inserimento dell'informazione in questione esclusivamente nel prospetto non si ritiene rispondere alle «esigenze di informazione chiara ed evidente che l'art' vuole salvaguardare». In giurisprudenza, si è altresì precisato che l'informazione di cui all'art. 30, commi 6 e 7, T.U.F., deve rispettare diversi requisiti: la clausola di recesso deve essere ben distinta dalle altre pattuizioni onde rendere chiara, trasparente e immediata l'informazione; deve essere inoltre garantita una certa evidenza grafica dell'informazione, con l'utilizzo di caratteri eguali o superiori a quelli degli altri elementi indicati nel documento. Non è quindi sufficiente che l'informazione venga somministrata in uno dei numerosi allegati alla convenzione contrattuale e che sia inserita in un coacervo eterogeneo di informazioni di varia natura. In tal senso, in numerose pronunce, la clausola contenuta negli allegati del piano finanziario 4you viene considerata inefficace in quanto priva dei rammentati requisiti, essendo caratterizzata da proposizioni assolutamente oscure e criptiche non solo per il risparmiatore medio ma per la quasi totalità dei risparmiatori che non siano operatori qualificati!” CALLEGARI, Mia, Tre sentenze in tema di informazione finanziaria: con qualche annotazione a margine in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 875



de contas<sup>324</sup>. A informação deve ser suficiente e adequada para que cada investidor destinatário seja capaz de tomar uma decisão consciente sobre o contrato<sup>325326</sup>. Ademais, a informação deve ser personalizada<sup>327</sup> e levar em conta o principal interesse do investidor<sup>328</sup>. Deve, também, versar sobre cada operação realizada, sempre que o modelo de contratação permitir a execução de diversas operação sob o mesmo contrato quadro<sup>329</sup>. A informação padronizada não deve ser desprezada, especialmente para um público investidor com baixo conhecimento técnico sobre os produtos; mas deve ser considerada apenas ponto de partida para o objetivo de conscientizar o investidor sobre a decisão de investimento<sup>330</sup>.

---

<sup>324</sup> “Le informazione che debbono essere rese, dovendo soddisfare il giudizio di adeguatezza, non si esauriscono di regola nella semplice rendicontazione. Le informazioni che debbono essere acquisite dall’intermediario sono solo quelle necessarie, sì che la disciplina di recepimento risulta apparentemente restrittiva della tutela accordata dal legislatore comunitario ai clienti dell’intermediario. L’art. 11, co. 1, della direttiva è più analitico nell’imporre all’intermediario di assumere informazioni sulla situazione finanziaria dei clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti.” ALPA, Guido e CAPRIGLIONE, Francesco, Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, p. 225

<sup>325</sup> “Come si è potuto verificare mediante le pronunce riportate nel paragrafo che precede, appare necessario che l’informazione fornita al cliente sia finalizzata all’effettuazione di una scelta consapevole; pertanto, non si può ritenere che il rispetto dell’obbligo di ‘trasparenza’ e di fornire da parte della banca una informazione esaustiva si esaurisca nella consegna al cliente di una copia del modulo riportate l’ordine di acquisto, né si può presumere che sia pienamente consapevole l’investitore, cui l’intermediario ha “solo” consegnato i suddetti documenti, non potendosi ritenere che il cliente sia capace di tutelare da sé il proprio interesse e di assumersi i rischi dell’investimento compiuto quando non si sia in presenza di un operatore professionale, ma di un semplice risparmiatore.” BERSANI, Giuseppe, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 115

<sup>326</sup> “Per comprensibilità dell’informazione si intende che l’informazione deve essere comunicata in modo visivamente chiaro, con un linguaggio facilmente accessibile per l’investitore medio. Le informazioni non devono enfatizzare i vantaggi di un servizio o i potenziali rendimenti. Le informazioni debbono avere ad oggetto le imprese, l’investimento e i suoi servizi. Debbono riguardare gli strumenti finanziari, le strategie di investimento proposte, gli opportuni avvertimenti e le avvertenze sui rischi, le sedi di esecuzione, i costi e gli oneri connessi.” IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 60

<sup>327</sup> “Una peculiarità dell’informazione precontrattuale nella disciplina dell’intermediazione è la sua emancipazione da una logica di standardizzazione in senso stretto, perché non si pone l’obiettivo di informare il risparmiatore ‘medio’, ma mira al soddisfacimento del particolare e singolo investitore interessato alla contrattazione, attraverso una personalizzazione delle forme e del contenuto comunicativo nell’espletamento dei servizi di investimento.” GRECO, Fernando, Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria, p. 44

<sup>328</sup> “L’informazione deve tener conto della condizione soggettiva dell’investitore, posto che la cura sostanziale dell’interesse dell’investitore costituisce, anche ai sensi dell’art. 21, comma 1, Tuf, l’obbligo principale dell’intermediario. Ciò non implica che all’intermediario sia precluso l’utilizzo di formati standardizzati: gli standard informativi costituiranno però il punto di partenza verso un’informazione adeguata, attenta ad assicurare che ogni elemento relativo alla conoscenza ed all’esperienza della clientela sia coerente con il bagaglio conoscitivo dell’investitore, tutelandolo da possibili errori nel suo processo decisionale. In altre parole il formato standard dovrà essere ‘compatibilizzato’ con la necessità che i singoli clienti possano ragionevolmente comprendere e siano messi nelle condizioni di prendere decisioni in modo consapevole.” GRECO, Fernando, Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria, p. 45

<sup>329</sup> COTTINO, Gastone, Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, p. 537

<sup>330</sup> ROMEO, Filippo, Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole in Obbligazioni e contratti, p. 445

A informação deve ser mais completa quanto mais específico for o instrumento. Isso porque, um contrato derivativo criado para atender as necessidades específicas de uma empresa provavelmente não terá qualquer liquidez e, portanto, não haverá um mercado organizado para esse contrato com cotações e as demais informações que normalmente circundam um mercado de valores imobiliários<sup>331</sup>.

Neste ponto, fundamental fazer a distinção entre contratos derivativos negociados em massa e disciplinados como valores mobiliários e contratos derivativos não padronizados, de circulação improvável<sup>332</sup>. Com efeito, a técnica legislativa é sofrível considerado o texto da Lei nº 6.385/76 após a introdução das modificações pela Lei nº 10.303/01. O artigo 2º que apresenta a definição de valor mobiliário é definido por um rol. Antes da alteração, o rol era claramente taxativo. Sem a alteração do caput, a nova lei introduziu o inciso IX entre os itens do rol, uma reprodução do chamado *howey test*, que estabelece parâmetros para identificar um contrato de investimento como valor mobiliário. O rol passa a ser, pois, exemplificativo; sendo que um item da própria lista estabelece o critério para a disciplina de outros instrumentos como valor mobiliário.

Não bastasse a imprecisão estrutural, com relação aos derivativos a reforma da Lei nº 6.385/76 foi igualmente confusa. No inciso VII, o texto faz entender que apenas os derivativos que tenham como ativo subjacente um valor mobiliário serão tratados como tal. O inciso seguinte estabelece como valores mobiliários todos os derivativos “independentemente dos ativos subjacentes”. Há um conflito evidente entre os incisos. Enquanto o VII afasta dos derivativos não massificados a disciplina dos valores mobiliários, o VIII atrai.

Em relação ao dever de informar os efeitos são drásticos. A emissão e circulação de valores mobiliários é altamente regulada no Brasil e em todos os ordenamentos em que há um mercado relevante. Na Itália, por exemplo, se distinguem valores mobiliários,

---

<sup>331</sup> “Emerge, ancora una volta, la necessità di garantire un elevato livello informativo, laddove le asimmetrie informative siano ulteriormente amplificate: così come nel caso di operazioni di investimento aventi ad oggetto particolari prodotti finanziari, per i quali non sono disponibili mercati di scambio caratterizzati da adeguati livelli di liquidità e trasparenza e che, quindi, siano in grado di fornire pronti ed oggettivi parametri di riferimento.” GRECO, Fernando, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, p. 54

<sup>332</sup> “Il mercato degli *swaps*, come il mercato delle valute, è un mercato di grandi dimensioni, aperto a tutti i principali operatori internazionali. Esso è un mercato *over-the-counter*: mancano, pertanto, gli accorgimenti tipici di un mercato regolamentato, quali la standardizzazione dei contratti, la presenza di una *clearing house*, che limitano il rischio di inadempienza e favoriscono l’agevole reperimento delle controparti.” ANGELINI, Eliana, *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa: aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, p. 197

cotas de fundos de investimento, derivativos financeiros e instrumentos do mercado monetário; todos inseridos no gênero de instrumento financeiro<sup>333</sup>, com certa disciplina comum<sup>334</sup>. Apesar da polêmica trazida pela lastimável redação legal, contratos não padronizados e não oferecidos a um público indistinto não devem ser considerados valores mobiliários<sup>335</sup>. Mormente porque suas características de constituição e circulação afrontam paradigmas do mercado<sup>336</sup>. Entre eles, os famigerados derivativos *over-the-counter*, cuja circulação é naturalmente impossível<sup>337</sup>. Um contrato com características peculiares e inapto a distribuição em massa é absolutamente diverso de um contrato futuro negociado aos milhares diariamente na bolsa. Não pode, portanto, estar sujeito a mesma regulação. Tampouco serão eficientes os mecanismos de controle e fiscalização utilizados no mercado de massa.

Vale notar que os contratos derivativos são, raramente, celebrados isoladamente. Isto é, ainda que não massificados, é comum a execução de um contrato quadro ou regulamentar<sup>338</sup> que estabelece as principais regras da relação, inclusive o procedimento para o lançamento dos formulários que estabelecem as condições específicas

---

<sup>333</sup> Assim como a emissão de valores mobiliários no Brasil, a emissão de *strumento finanziario* exige certas formalidades como a intervenção de uma “sociedade de gestão”, autorizada a funcionar nos termos da Lei italiana, LIBONATI, Berardino, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, p. 123

<sup>334</sup> e 08, “L’art. 1, secondo comma, t.u.i.f. e la sezione B del relativo allegato, come detto, presentano la nozione di strumento finanziario in termini di genus rispetto alle specie descritte dalle quattro fattispecie che lo compongono (valori mobiliari, quote di fondi comuni di investimento, strumenti del mercato monetario e strumenti finanziari derivati), relazione che, a questo punto, alla luce delle ragioni dell’“intima “molteplicità” delle specie, impone di chiarire anche i termini di “unitarietà” nel genus. In punto di approccio al problema, non pare probabilmente né corretto né conveniente procedere nell’indagine assecondando una lettura di tipo tradizionalmente dogmatico. Lo strumento finanziario se da un lato oggi esprime una nozione unitaria che non esaurisce le forme di “investimento finanziario”, dall’altro accoglie tanto beni (soprattutto “di secondo grado” quali i titoli che concorrono a identificare un valore mobiliare) quanto contratti (i c.d. derivati finanziari). Rispetto al nostro ordinamento, se dovessimo continuare a ragionare rigidamente secondo tradizione, e cioè con il principale intento di dover necessariamente “collocare” la nozione in una delle nostre tradizionali categorie dogmatiche (bene o contratto) – come abbiamo visto accadere dalle origini della nozione di valore mobiliare fino praticamente all’avvento del t.u.i.f. – probabilmente il quesito di fondo rischierebbe di restare senza una risposta sufficientemente convincente soprattutto di fronte ad un dato letterale estremamente chiaro (art. 1, secondo comma, t.u.i.f.) e ad una prospettiva di tutela solo minimamente privatistica tale da rendere probabilmente minimo l’impatto della scelta sistematica.” CHIONNA, Vincenzo Vito, *Le forme dell’investimento finanziario: dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, p. 230-231

<sup>335</sup> FERREIRA, Kenneth Antunes, *Contrato derivativo não padronizado: a impropriedade de sua classificação como valor mobiliário*

<sup>336</sup> Nesse sentido, Maffei indica a impropriedade do tratamento de derivativos OTC como “strumento finanziario”, MAFFEIS, Daniele, *I contratti dell’intermediazione finanziaria*, p. 257

<sup>337</sup> GIOACCHINO, La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali: la nozione civilistica di strumento finanziario*, p. 229

<sup>338</sup> CAGGIANO, Ilaria Amelia, *I doveri d’informazione dell’intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazione e rimedi in Diritto e giurisprudenza*, p. 455

de cada negócio<sup>339</sup>. A sistemática é semelhante à contratação de seguros, em que as “condições gerais” estabelecem grande parte das regras e servem para todos os contratos de seguro daquela modalidade celebrados por aquela seguradora, e as “condições específicas” a disciplinar aquela relação em particular. Acerca do funcionamento do modelo de contratação, vale citar o trecho abaixo bastante didático:

Il contratto quadro è il contratto con il quale le parti concordano che l'intermediario finanziario si obbliga a rendere determinati servizi d'investimento. Il *master agreement* in sé considerato non determina alcuno spostamento patrimoniale, contenendo solo le regole generali che dovranno disciplinare il rapporto fra le parti. Al contratto quadro fanno poi seguito gli investimenti: si tratta di un'attività attuativa del *master agreement*. L'operazione attuativa può essere unica oppure possono essere poste in essere nel corso degli anni anche decine o centinaia di operazioni di investimento e disinvestimento. Gli ordini determinano modifiche nel patrimonio del cliente: in caso d'investimenti il denaro viene 'trasformato' in strumenti finanziari (dal valore mutevole), mentre nella direzione inversa gli strumenti finanziari vengono 'trasformati' in denaro.<sup>340</sup>

Assim, a regulação do dever de informar para contratos não padronizados deve ser diversa. Ao contrário dos valores mobiliários, cuja disciplina já exige a divulgação de informação abundante sobre as características e riscos do contrato, no caso de derivativos não-padronizados, a exigência de informação deve ser superior<sup>341</sup>.

---

<sup>339</sup> “In relazione ai contratti derivati si è venuta a creare una vera e propria ‘standardizzazione’, affermandosi la tendenza alla creazione da parte delle banche, degli intermediari finanziari e più in generale degli operatori del mercato di modelli contrattuali uniformi. Di conseguenza, le operazioni in oggetto sono normalmente regolate da contratti standard, che individuano e disciplinano minuziosamente i molteplici aspetti della fattispecie (dalle modalità di conclusione delle singole operazioni, alle ipotesi di inadempimento e di eventuale estinzione anticipata del contratto). Inoltre, poiché è alquanto infrequente la conclusione di un contratto derivato ‘isolato’, generalmente, gli operatori commerciali ricorrono alla stipulazione di tale tipologia contrattuale allo scopo di far fronte ad esigenze di medio-lungo periodo. Da ciò deriva che i formulari contrattuali per operatività in derivati (tanto in ambito internazionale, quanto a livello interno) consistono, di regola, in contratti normativi, ovvero in accordi attraverso i quali le parti definiscono la disciplina da applicarsi ai derivati che potranno essere conclusi tra le stesse.” PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), Trattato di diritto dell'economia, vol. IX, p. 222

<sup>340</sup> SANGIOVANNI, Valerio, Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento in Obbligazioni e contratti, p. 766

<sup>341</sup> “But I have Wandered from the main point, which is the desirability of fuller disclosure of contingent liabilities. For credit-default swaps and other derivatives that are traded either on exchanges or through clearinghouses, the information is public and the only needs are for aggregation and for disclosure in intelligible form. For customized swaps, the problem of disclosure is difficult to solve because the issuer's potential liability may hinge on details buried in a lengthy contract. In the case of the SIVs (Structured Investment Vehicles; see chapter 2), simply requiring the creator of a SIV to consolidate the SIVs balance sheet with its own balance sheet should do the trick.” POSNER, Richard, La crisi della democrazia capitalistica, p. 348

Outra questão relevante está nos registros contábeis decorrentes. Com efeito, as demonstrações financeiras são importante instrumento de divulgação de informações, especialmente sobre a capacidade econômico-financeira de uma determinada entidade. Assim, os chamados derivativos *over the counter (OTC)* permitem à empresa tomar um risco sem consequência contábil sobre as demonstrações financeiras<sup>342</sup>, o que, em casos históricos<sup>343</sup>, contribuiu para a tomada de um risco muito maior que a empresa assumiria em situação de transparência absoluta.

Um caminho importante para o cumprimento do dever de informar por instituições financeiras está na adoção de medidas e procedimentos internos visando a transparência e informação adequada sobre as operações que realiza<sup>344</sup>. É óbvio que manter estrutura e procedimentos formalmente organizados não é suficiente para cumprimento do dever de informar, mas, dada a dificuldade de balizamento de seu conteúdo, ações organizadas no sentido de prestar informações úteis devem ser interpretadas como um passo importante no cumprimento do dever.

#### **4.1. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**

In the fall of 2008, a financial crisis of a scale and severity not seen in generations left millions of Americans unemployed and resulted in trillions in lost wealth. Our broken financial regulatory system was a principal cause of that crisis. It was fragmented, antiquated, and allowed large parts of the financial system to operate

---

<sup>342</sup> “The second problem, this one created by credit-default swaps that are not traded on an exchange, is part of the larger problem of off-balance-sheet contingent liabilities, and attends other derivatives as well. (A “derivative” is simply a security that is based upon another security; credit-default swaps are derivative from bonds, including tranches of securitized debt, and securitized debt is itself a derivative of the debt instruments that are securitized.) An example is interest-rate swaps if one bond-holder has a fixed interest rate and another, holding the same kind of bond, a floating interest rate, they might decide to swap their interest entitlements. Each bond would be listed on the balance sheet of the bond’s owner, but the balance sheet would not reveal what the bondholder’s entitlement to interest was—the interest rate in the fixed-interest bond might be higher or lower than the floating interest rate. Structured investment Vehicles are another example of the information problem created by off-balance-sheet contingent liabilities.” POSNER, Richard, *La crisi della democrazia capitalistica*, p. 72

<sup>343</sup> Como no caso da falência do banco Lehman Brothers

<sup>344</sup> “Infine, le procedure interne devono essere adeguatamente formalizzate e informate a principi di proporzionalità, avendo riguardo alla complessità dei prodotti, alle tecniche di commercializzazione impiegate ed alle diverse tipologie di clienti. Le stesse devono essere periodicamente valutate per verificarne l’adeguatezza e l’efficacia e per rimediare alle carenze eventualmente riscontrate, per questo previsto il coinvolgimento della funzione di conformità o, in sua assenza, dell’internal audit, cui dev’essere conferito il compito di svolgere gli opportuni accertamenti e di riferire agli organi aziendali con periodicità almeno annuale e, comunque, ogni qualvolta siano state accertate gravi carenze.” PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), *Trattato di diritto dell’economia*, vol. VIII, p. 253

with little or no oversight. And it allowed some irresponsible lenders to use hidden fees and fine print to take advantage of consumers.

To make sure that a crisis like this never happens again, President Obama signed the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act into law. The most far reaching Wall Street reform in history, Dodd-Frank will prevent the excessive risk-taking that led to the financial crisis. The law also provides common-sense protections for American families, creating new consumer watchdog to prevent mortgage companies and pay-day lenders from exploiting consumers. These new rules will build a safer, more stable financial system—one that provides a robust foundation for lasting economic growth and job creation.<sup>345</sup>

A crise financeira de 2008 foi a pior e mais profunda crise econômica mundial desde a depressão de 1929. A despeito da globalização inegável, o Brasil retardou os efeitos da crise financeira à custa de investimento público, com as consequências nefastas que se tornaram mais evidentes a partir da eleição presidencial ocorrida no final de 2013. Daí porque talvez a crise de 2008 não seja percebida como tão drástica no país. O caráter dramático do epílogo publicado na página da Casa Branca, contudo, não é mero recurso de linguagem. A crise financeira de 2008 realmente encerra uma fase do sistema de produção capitalista e será vista como marco histórico não apenas no campo da economia.

A despeito das profundas diferenças entre os sistemas jurídicos baseados na *common law* e os da família *romano-germânica*, em razão da gravidade da crise, bem como do gigantismo do mercado de capitais americano cuja crise irradiou efeitos pelo mundo, é preciso analisar, ao menos em linhas gerais, as mudanças introduzidas pela reforma do mercado de capitais norte-americano.

A reforma dá poderes às principais agências reguladoras para exigir, se adequado ao tipo de derivativo *over-the-counter* o registro e a negociação apenas por meio de uma câmara de liquidação. Considerando que as câmaras são reguladas e têm como principal função evitar que uma operação seja contratada sem suficiente margem de cobertura para sua liquidação, a negociação quase exclusiva de derivativos – a depender da ulterior regulação – em câmaras de liquidação mitiga drasticamente o risco de falência das partes contratantes porque terminará por impedir a assunção de um risco desproporcional à capacidade econômica do agente. Quase com a mesma medida, obriga a publicização dos

---

<sup>345</sup> <https://www.whitehouse.gov/economy/middle-class/dodd-frank-wall-street-reform>

contratos derivativos, ainda que não sujeitos à negociação ou compensação em câmara de liquidação, por meio de informação ao chamado “repositório de dados sobre *swaps*”<sup>346</sup>.

O depósito de margens – recursos necessários para cobrir as obrigações pactuadas nos derivativos – é obrigatório e deverá ser custodiado pela câmara de liquidação e contabilizado separadamente de outros ativos das partes ou, na hipótese de derivativo não negociado por meio da câmara, deverá permanecer depositado com um terceiro. Ademais, cada participante do mercado não poderá ter um volume exagerado de derivativos tendo como ativo subjacente o mesmo objeto. A regra limita a capacidade de manipulação de preços de um determinado mercado.

Além das principais alterações impostas pela reforma, nos interessam especialmente as normas sobre a qualificação dos agentes atuantes no mercado de derivativos, bem como as atinentes à circulação de informação. Com efeito, distinguem-se os *swap dealers*<sup>347</sup>, como os que profissionalmente negociam derivativos; e os *major swap participants*<sup>348</sup>, que não podem ser qualificados como profissionais, mas frequentemente mantêm posições importantes no mercado de derivativos, assim entendidas como capazes de afetar a estabilidade do mercado.

Vale notar a importância atribuída à informação pela caracterização de agentes responsáveis pela simples guarda de informação organizada sobre derivativos, o chamado *swap data repositor*<sup>349</sup>. Ademais, em relação às câmaras de liquidação, se exige a

---

<sup>346</sup> A expressão ‘swaps’, como já referido, frequentemente é utilizada como sinônimo de ‘derivativo’

<sup>347</sup> SEC. 721. DEFINITIONS.

(...)

(49) SWAP DEALER.— (A) IN GENERAL.—The term ‘swap dealer’ means any person who—

(i) holds itself out as a dealer in swaps;

(ii) makes a market in swaps;

(iii) regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account; or

(iv) engages in any activity causing the person to be commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps,

<sup>348</sup> SEC. 721. DEFINITIONS.

(...)

(33) MAJOR SWAP PARTICIPANT.—

(A) IN GENERAL.—The term ‘major swap participant’ means any person who is not a swap dealer, and—

(i) maintains a substantial position in swaps for any of the major swap categories as determined by the Commission, excluding—

(I) positions held for hedging or mitigating commercial risk; and

(II) positions maintained by any employee benefit plan (or any contract held by such a plan) as defined in paragraphs (3) and (32) of section 3 of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 (29 U.S.C. 1002) for the primary purpose of hedging or mitigating any risk directly associated with the operation of the plan;

<sup>349</sup> SEC. 721. DEFINITIONS.

(...)

divulgação de informações sobre<sup>350</sup>: (i) informações sobre os termos e condições dos contratos oferecidos à negociação e liquidados; (ii) todas as taxas de compensação e outras eventualmente cobradas pela entidade; (iii) a metodologia de fixação das margens; (iv) o preço, o volume negociado e as ordens de negociação em aberto de cada contrato; (v) qualquer outra informação relevante para os participantes. Com a última exigência, a reforma estabelece um dever de informar bastante amplo às câmaras de liquidação.

O Dodd-Frank Act distingue derivativos cujo ativo subjacente é um valor mobiliário e derivativos comuns<sup>351</sup>. Apesar de absolutamente não corresponder à distinção entre derivativos negociados em massa e particularmente entre aquelas partes, a distinção regulatória tem objetivo similar: a maior rigidez na regulação dos derivativos atrelados a valores mobiliários tem como objetivo social a manutenção da estabilidade no mercado.

Especialmente em relação aos deveres de conduta – incluído o dever de informar – contudo, o Dodd-Frank Act impõe tanto aos profissionais na negociação de

---

(48) SWAP DATA REPOSITORY.—The term ‘swap data repository’ means any person that collects and maintains information or records with respect to transactions or positions in, or the terms and conditions of, swaps entered into by third parties for the purpose of providing a centralized recordkeeping facility for swaps.  
<sup>350</sup> SEC. 725. DERIVATIVES CLEARING ORGANIZATIONS.

(...)

(iii) PUBLIC DISCLOSURE.—Each derivatives clearing organization shall disclose publicly and to the Commission information concerning—

(I) the terms and conditions of each contract, agreement, and transaction cleared and settled by the derivatives clearing organization;

(II) each clearing and other fee that the derivatives clearing organization charges the members and participants of the derivatives clearing organization;

(III) the margin-setting methodology, and the size and composition, of the financial resource package of the derivatives clearing organization;

(IV) daily settlement prices, volume, and open interest for each contract settled or cleared by the derivatives clearing organization; and

(V) any other matter relevant to participation in the settlement and clearing activities of the derivatives clearing organization.

<sup>351</sup> SEC. 761. DEFINITIONS UNDER THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.

(68) SECURITY-BASED SWAP.—

(...)

(A) IN GENERAL.—Except as provided in subparagraph (B), the term ‘security-based swap’ means any agreement, contract, or transaction that—

(i) is a swap, as that term is defined under section 1a of the Commodity Exchange Act (without regard to paragraph (47)(B)(x) of such section); and

(ii) is based on—

(I) an index that is a narrow-based security

index, including any interest therein or on the value thereof;

(II) a single security or loan, including any interest therein or on the value thereof; or

(III) the occurrence, nonoccurrence, or extent of the occurrence of an event relating to a single issuer of a security or the issuers of securities in a narrow-based security index, provided that such event directly affects the financial state-ments, financial condition, or financial obligations of the issuer.



derivativos baseados em valor mobiliário, quanto aos derivativos comuns os mesmos deveres<sup>352</sup>:

- (3) BUSINESS CONDUCT REQUIREMENTS.—Business conduct requirements adopted by the Commission shall—
- (A) establish a duty for a swap dealer or major swap participant to verify that any counterparty meets the eligibility standards for an eligible contract participant;
  - (B) require disclosure by the swap dealer or major swap participant to any counterparty to the transaction (other than a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant) of—
    - (i) information about the material risks and characteristics of the swap;
    - (ii) any material incentives or conflicts of interest that the swap dealer or major swap participant may have in connection with the swap; and
    - (iii)(I) for cleared swaps, upon the request of the counterparty, receipt of the daily mark of the transaction from the appropriate derivatives clearing organization; and (II) for uncleared swaps, receipt of the daily mark of the transaction from the swap dealer or the major swap participant;
  - (C) establish a duty for a swap dealer or major swap participant to communicate in a fair and balanced manner based on principles of fair dealing and good faith; and
  - (D) establish such other standards and requirements as the Commission may determine are appropriate in the public interest, for the protection of investors, or otherwise in furtherance of the purposes of this Act.

Em relação à informação, pois, se deve informar: (i) as características do contrato e todos os riscos relevantes; (ii) qualquer potencial conflito de interesses do profissional na negociação daquele derivativo; (iii) a marcação a mercado diária do derivativo. Ademais, fica bastante evidente o dever de informar-se sobre a capacidade da contraparte para contratar aquele derivativo específico.

## **4.2. Direito Europeu**

### **4.2.1. Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho**

Também conhecida como MiFID, a norma trazida pela diretiva é finalística e indica que a informação deve ser suficiente para que o investidor possa (a) razoavelmente

---

<sup>352</sup> “SEC. 731. REGISTRATION AND REGULATION OF SWAP DEALERS AND MAJOR SWAP PARTICIPANTS” e “SEC. 764. REGISTRATION AND REGULATION OF SECURITY-BASED SWAP DEALERS AND MAJOR SECURITY-BASED SWAP PARTICIPANTS.”, respectivamente

poder compreender a natureza e o serviço de investimento, o tipo de negócio realizado e os riscos conexos e assim, (b) poder tomar uma decisão consciente acerca da contratação<sup>353</sup>. Assim, como já destacado em outros trechos, a consciência do receptor da informação é fundamental para o cumprimento do dever de informar. A simples disponibilidade da informação é apenas o primeiro passo para o *processo de informação*, que deve considerar a capacidade de compreensão do destinatário, a forma de apresentação, o destaque aos pontos mais relevantes para tomada de decisão, entre outros fatores<sup>354</sup>. Nesse sentido, a norma MiFiD é elogiada por sua capacidade de apreensão da experiência do investidor<sup>355</sup>.

#### 4.2.2. Diretiva 2006/73/CE do Parlamento Europeu e do Conselho

A diretiva 73 de 2006 é, provavelmente, a norma mais completa e detalhada sobre o dever de informar no mercado financeiro vigente entre os países com as maiores economias do mundo. As disposições sobre a informação a ser oferecida têm início no artigo 27, que trata especialmente da informação na oferta do investimento, determinando

---

<sup>353</sup> “Ricalcata sulla previsione dell’art. 19, par. 3, MiFID, la norma richiede agli intermediari di fornire ai clienti ‘informazioni appropriate, affinché essi 1) possano ragionevolmente comprendere la natura e servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi a essi connessi e, di conseguenza, 2) possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole.’ In conformità al dettato della disciplina comunitaria, la disposizione impone, ulteriormente, che tali informazioni siano rese ‘in una forma comprensibile’ e, nel contempo, ne consente una comunicazione ‘in formato standardizzato’: così, nell’un caso, scontando la rilevanza dei limiti cognitivi, soprattutto dell’investitore al dettaglio; e, nell’altro, declinando, nel caso concreto urgenze di efficienza allocativa, già espresse a livello di principi generali sulla vigilanza regolamentare dal criterio di proporzionalità stabilito dall’art. 6, comma 1, lett. b), Tuf.” D’APICE, Roberta, L’attuazione della Mifid in Italia, p. 500

<sup>354</sup> “Il dovere di informazione sancito in capo all’intermediario è poi variamente graduato in ragione della qualità del cliente. Per gli operatori qualificati, individuati attraverso espressa indicazione (art. 31, 2° co., della delibera CONSOB del 1/7/1998 n. 11522 relativa alla Adozione del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari), è previsto un complesso di regole molto più semplice (non si applicano, in particolare gli artt. 27, 28, 29, 30 del suddetto regolamento di attuazione), a conferma che il complesso degli obblighi di informazione risponde all’esigenza di ‘preparare’ alla assunzione consapevole dei rischi relativi alle operazioni finanziarie. Non si tratta, quindi, di tutelare i clienti da pretesi abusi, attraverso i quali l’impresa persegua il suo fine egoistico, ma di garantire loro trasparenza. Questa pluralità di obblighi, formali e informativi, svolge certamente una Warnfunktion, ma contribuisce anche a rendere più semplice il giudizio relativo alla diligenza dell’intermediario.” CAPALDO, Giuseppina, Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap, p. 214

<sup>355</sup> “Il sistema MiFID e l’attuazione regolamentare mostrano di recepire il criterio di effettività dell’esperienza e competenza del cliente da valutare caso per caso e di tradurlo in previsioni concrete: il meccanismo presuntivo è espressamente espunto ed è il legislatore a stabilire i criteri e la procedura da seguire. Ferma tale esigenza di fondo, la tensione che sottende la pluralità degli interventi analizzati è quella di realizzare un efficace ed adeguato temperamento con le esigenze di celerità e flessibilità del mercato, tali da non sbilanciare eccessivamente il sistema. Orbene, opportuno è il riferimento a criteri precisi ed obiettivi con i quali superare le perplessità - già rilevate - che derivano dall’accoglimento di parametri vaghi ed indeterminati. Tale circostanza si dimostra indesiderabile per entrambe le parti del contratto, potendosi tradurre in indagini eccessivamente (e quindi, inefficienti) o poco (ergo, insufficiente stringenti in testa all’intermediario, incrementando il contenzioso.” MEUCCI, Serena, Operatore qualificato’ nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l’impatto della direttiva MiFID in Obbligazioni e contratti, p. 352

características gerais como exatidão, suficiência, compreensibilidade pelo destinatário médio, transparência para não falsear ou encobrir condições; e elementos mais objetivos como vedação à citação de autoridades para evitar confundir a mera citação com a aprovação daquela oferta, restrições ao método de apresentação de resultados históricos e previsões futuras e obrigação de esclarecimento quando a oferta usar previsões com base em um tratamento tributário especial, no sentido de não aplicável a qualquer destinatário da oferta<sup>356</sup>.

---

<sup>356</sup> Artigo 27.o

(N.o 2 do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Condições que as informações devem respeitar, a fim de serem correctas, claras e não induzirem em erro

1. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que assegurem que todas as informações, incluindo comunicações comerciais, que transmitem a clientes não profissionais efectivos ou potenciais ou que difundem de tal modo que seja provável que sejam por eles recebidas, satisfaçam as condições previstas nos n.os 2 a 8.

2. As informações referidas no n.o 1 incluirão a designação da empresa de investimento.

Essas informações devem ser exactas e, em especial, não dar ênfase a quaisquer benefícios potenciais de um serviço de investimento ou de um instrumento financeiro, sem dar igualmente uma indicação correcta e clara de quaisquer riscos relevantes.

Essas informações devem ser suficientes e apresentadas de tal modo que sejam susceptíveis de serem compreendidas por um elemento médio do grupo a que se dirigem ou por quem são susceptíveis de serem recebidas.

Essas informações devem ser apresentadas de um modo que não oculte, subestime ou encubra elementos, declarações ou avisos importantes.

3. Sempre que as informações procederem à comparação de serviços de investimento ou auxiliares, instrumentos financeiros ou pessoas que prestam serviços de investimento ou auxiliares, devem ser satisfeitas as seguintes condições:

- a) A comparação deve ser significativa e apresentada de forma imparcial e equilibrada;
- b) As fontes das informações utilizadas para efeitos de comparação devem estar especificadas;
- c) Os factos e pressupostos essenciais utilizados para efectuar a comparação devem ser incluídos.

4. Sempre que as informações contiverem indicações de resultados registados no passado de um instrumento financeiro, de um índice financeiro ou de um serviço de investimento, devem ser satisfeitas as seguintes condições:

- a) Essas indicações não devem constituir o aspecto mais proeminente da comunicação;
- b) As informações devem incluir informações adequadas relativas aos resultados que abrangem os cinco anos imediatamente anteriores, ou a totalidade do período para o qual o instrumento financeiro foi oferecido, o índice financeiro foi estabelecido ou o serviço de investimento foi prestado, caso inferior a cinco anos, ou por um período mais longo que a empresa tenha decidido, devendo essas informações relativas aos resultados, em qualquer caso, basear-se em períodos completos de doze meses;
- c) Deve ser apresentado claramente o período de referência e a fonte das informações;
- d) As informações devem conter um aviso proeminente de que os dados se referem ao passado e que os resultados registados no passado não constituem um indicador fiável dos resultados futuros;
- e) Sempre que essa indicação se basear em dados denominados numa moeda que não a do Estado-Membro em que reside o cliente não profissional ou o cliente não profissional potencial, deve ser indicada claramente a moeda e ser incluído um aviso de que os ganhos para o investidor podem aumentar ou diminuir como consequência de oscilações cambiais;
- f) Sempre que as indicações se basearem em resultados brutos, devem ser divulgados os efeitos das comissões, remunerações ou outros encargos.

5. Sempre que as informações contiverem ou se referirem a resultados simulados do passado, devem fazer referência a um instrumento financeiro ou a um índice financeiro, devendo ser satisfeitas as seguintes condições:

O artigo 28 trata do enquadramento do investidor, o chamado *suitability*. Adiante debater-se-á mais profundamente como a qualificação do investidor é relevante para o delineamento dos contornos do dever de informar. Em linhas gerais, a o carácter mais ou menos profissional das partes é relevante para determinar a diligência esperada. Assim, quanto mais profissional, maior o dever de informar-se e de informar a contraparte. Quanto maior a assimetria informacional entre as partes, mais abrangente será o dever de informar<sup>357</sup>.

O artigo 29 regula procedimentos de prestação de informação<sup>358</sup>. Uma das determinações importantes refere-se ao prazo razoável de antecedência para que o

---

(a) Os resultados simulados do passado devem basear-se nos resultados efectivos verificados no passado relativamente a um ou mais instrumentos financeiros ou índices financeiros que sejam idênticos ou estejam subjacentes ao instrumento financeiro em causa;

(b) Relativamente aos resultados efectivos verificados no passado, referidos na alínea a), devem ser respeitadas as condições previstas nas alíneas a) a c), e) e f) do n.o 4;

(c) As informações devem conter um aviso proeminente de que os dados se referem a resultados simulados do passado e de que os resultados registados no passado não constituem um indicador fiável dos resultados futuros.

6. Sempre que as informações contenham indicações de resultados futuros, devem ser satisfeitas as seguintes condições:

(a) As informações não devem basear-se ou referir-se a resultados simulados do passado;

(b) Devem basear-se em pressupostos razoáveis, apoiados por dados objectivos;

(c) Sempre que a informação se basear em resultados brutos, devem ser divulgados os efeitos das comissões, remunerações ou outros encargos;

(d) Devem conter um aviso proeminente de que essas previsões não constituem um indicador fiável dos resultados futuros.

7. Sempre que as informações se refiram a um tratamento fiscal específico, indicarão de um modo proeminente que o tratamento fiscal depende das circunstâncias específicas de cada cliente e que pode ser objecto de alterações futuras.

8. As informações não utilizarão a designação de qualquer autoridade competente, de um modo que indique ou sugira qualquer apoio ou aprovação por parte dessas autoridades aos produtos ou serviços da empresa de investimento.

<sup>357</sup> Artigo 28.o

(N.o 3 do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Informações relativas à classificação dos clientes

1. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento notifiquem os novos clientes e os clientes já existentes de que a empresa de investimento procedeu a uma nova classificação, conforme requerido pela Directiva 2004/39/CE, como cliente não profissional, cliente profissional ou contraparte elegível, de acordo com a referida directiva.

2. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento informem os clientes, com base num suporte duradouro, acerca do seu eventual direito de requerer uma classificação diferente e de qualquer limitação a nível do grau de protecção do cliente que tal implicará.

3. Os Estados-Membros autorizarão as empresas de investimento, por sua própria iniciativa ou a pedido do cliente em causa:

a) A tratar como cliente profissional ou não profissional qualquer cliente susceptível de ser classificado, de outro modo, como contraparte elegível, de acordo com o n.o 2 do artigo 24.o da Directiva 2004/39/CE;

b) A tratar como cliente não profissional qualquer cliente considerado um cliente profissional, de acordo com a secção I do anexo II da Directiva 2004/39/CE.

<sup>358</sup> Artigo 29.o

(N.o 3 do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Obrigações gerais de prestação de informações aos clientes

contratante possa deliberar adequadamente sobre, por exemplo, a celebração do contrato. Outra questão procedimental relevante está no chamado *suporte duradouro*, ou seja, por um meio passível de consulta a qualquer tempo, como um portal na internet. A parte que está

---

1. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que prestem aos clientes não profissionais efectivos ou potenciais, com suficiente antecedência antes de esses clientes se vincularem a qualquer acordo para efeitos de prestação de serviços de investimento ou auxiliares ou antes da prestação desses serviços, prevalecendo o que ocorrer mais cedo, as seguintes informações:

a) As condições de qualquer acordo desse tipo;

b) As informações requeridas no artigo 30.o relacionadas com o acordo ou com esses serviços de investimento ou auxiliares.

2. Os Estados-Membros requererão que as empresas de investimento prestem a clientes não profissionais efectivos ou potenciais, com suficiente antecedência antes da prestação de serviços de investimento ou auxiliares, as informações requeridas nos artigos 30.o a 33.o

3. Os Estados-Membros requererão que as empresas de investimento prestem a clientes profissionais as informações referidas nos n.os 5 e 6 do artigo 32.o, com suficiente antecedência antes da prestação do serviço em causa.

4. As informações referidas nos n.os 1 a 3 serão fornecidas em suporte duradouro ou através de um sítio web (quando não constitua um suporte duradouro), desde que sejam respeitadas as condições especificadas no n.o 2 do artigo 3.o

5. A título de excepção dos n.os 1 e 2, os Estados-Membros autorizarão as empresas de investimento, nas circunstâncias apresentadas seguidamente, a prestar as informações requeridas no n.o 1 a um cliente não profissional, imediatamente após esse cliente ficar vinculado por qualquer acordo relativo à prestação de serviços de investimento ou auxiliares, bem como a prestar as informações requeridas no n.o 2, imediatamente após ter início a prestação do serviço:

a) A empresa não conseguiu respeitar os prazos especificados nos n.os 1 e 2, dado que, a pedido do cliente, o acordo foi concluído utilizando um meio de comunicação à distância que impediu a empresa de prestar as informações de acordo com o n.o 1 ou o n.o 2;

b) Em qualquer caso em que o n.o 3 do artigo 3.o da Directiva 2002/65/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de Setembro de 2002, relativa à comercialização à distância de serviços financeiros prestados a consumidores e que altera as Directivas 90/619/CEE do Conselho, 97/7/CE e 98/27/CE (11) não prescreva em contrário, a empresa de investimento respeita os requisitos previstos nesse artigo relativamente ao cliente não profissional efectivo ou potencial, como se esse cliente fosse um «consumidor» e a empresa de investimento um «prestador» na acepção dessa directiva.

6. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento notifiquem um cliente com a antecedência suficiente acerca de qualquer alteração significativa com incidência nas informações prestadas ao abrigo dos artigos 30.o a 33.o, que seja importante para o serviço que a empresa presta a esse cliente. Essa notificação será efectuada com base num suporte duradouro, caso as informações com as quais se relaciona sejam apresentadas com base num suporte desse tipo.

7. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que assegurem que as informações contidas numa comunicação comercial sejam coerentes com quaisquer informações que a empresa preste a clientes, no decurso da realização de serviços de investimento e auxiliares.

8. Os Estados-Membros assegurarão que, sempre que uma comunicação comercial contenha uma proposta ou um convite com a natureza apresentada seguidamente e especifique a modalidade da resposta ou inclua um formulário com base no qual pode ser apresentada uma eventual resposta, essa comunicação incluirá as informações referidas nos artigos 30.o a 33.o, na medida em que forem relevantes para essa proposta ou convite:

a) Uma proposta para concluir um acordo relativamente a um instrumento financeiro ou serviço de investimento ou auxiliar com qualquer pessoa que responda à comunicação;

b) Um convite dirigido a qualquer pessoa que responda à comunicação para efectuar uma proposta destinada à conclusão de um acordo relativamente a um instrumento financeiro ou a um serviço de investimento ou auxiliar.

Contudo, o primeiro parágrafo não se aplicará sempre que, a fim de responder a uma proposta ou a um convite contido na comunicação comercial, o cliente não profissional potencial deva referir-se a um outro documento ou documentos, que, isolada ou conjuntamente, contenham as informações.

incumbida de informar, está também obrigada a manter disponível a informação. A opção legislativa aloca este custo de manutenção da informação, portanto, com o emissor da informação, não destinatário.

Requer, ainda, *coerência* na informação. A análise descuidada pode levar à conclusão de irrelevância. Mas a *coerência* é fundamental para a conscientização acerca da informação. A manutenção de padrões de referência e comunicação é relevantíssima para que o informado compreenda adequadamente. Por exemplo, a alteração de taxas de referência – como câmbio, juros, inflação e bolsa – ou de prazo para medição do desempenho do derivativo pode confundir o destinatário da informação. Da mesma forma, um relatório de prognóstico futuro – muito comum em contratos de assessoria de investimento – que tenha alterado o estilo de redação de pessimista para otimista ou vice-versa pode influenciar a decisão de manter ou celebrar novos contratos. A coerência é, pois, um elemento relevante da informação ao longo do tempo.

O artigo 30<sup>359</sup> trata de informação sobre a *empresa de investimento*, considerado o nosso ordenamento, sobre a instituição financeira. Destaque-se a expressa

---

<sup>359</sup> Artigo 30.o

(N.o 3, primeiro travessão, do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Informações sobre a empresa de investimento e sobre os respectivos serviços prestados a clientes não profissionais efectivos ou potenciais

1. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que prestem aos clientes não profissionais efectivos ou potenciais, sempre que se revele relevante, as seguintes informações gerais:

- a) A designação e o endereço da empresa de investimento e os elementos de contacto necessários para que esses clientes possam comunicar eficazmente com a empresa;
- b) As línguas em que o cliente pode comunicar com a empresa de investimento, bem como para efeitos de recepção de documentos e outras informações da empresa;
- c) Os métodos de comunicação a utilizar entre a empresa de investimento e o cliente, incluindo, se for caso disso, para efeitos de envio e de recepção de ordens;
- d) Uma declaração que ateste que a empresa de investimento recebeu uma autorização e a designação e o endereço para contacto da autoridade competente que a autorizou;
- e) Sempre que a empresa de investimento actuar através de um agente vinculado, uma declaração nesse sentido, que especifique o Estado-Membro em que o agente está registado;
- f) A natureza, frequência e periodicidade dos relatórios sobre o desempenho do serviço a prestar pela empresa de investimento ao cliente, de acordo com o n.o 8 do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE;
- g) Caso a empresa de investimento detenha instrumentos financeiros ou fundos dos clientes, uma descrição sintética das medidas que a empresa de investimento toma para assegurar a sua protecção, nomeadamente informações sintéticas sobre qualquer sistema relevante de indemnização dos investidores ou de garantia dos depósitos, que sejam aplicáveis à empresa por força das suas actividades num Estado-Membro;
- h) Uma descrição, que pode ser apresentada sinteticamente, da política em matéria de conflitos de interesses seguida pela empresa, de acordo com o artigo 22.o;
- i) Sempre que o cliente o solicite, informações adicionais sobre essa política em matéria de conflitos de interesses com base num suporte duradouro ou através de um sítio web (quando não constitua um suporte duradouro), desde que sejam respeitadas as condições especificadas no n.o 2 do artigo 3.o

2. Os Estados-Membros assegurarão que, aquando da prestação do serviço de gestão de carteiras, as empresas de investimento estabeleçam um método adequado de avaliação e de comparação, como por exemplo um valor de referência relevante, baseado nos objectivos de investimento do cliente e nos tipos de instrumentos

menção aos *objetivos de investimento*, determinando a apresentação de índices de referência que levem em consideração o objetivo perseguido pelo investidor, uma valorização da causa concreta do negócio, ainda que por via indireta. Na mesma linha, exige-se a divulgação dos objetivos de gestão, no sentido da gestão do investimento. Esta informação permite ao investidor verificar a aderência de seus objetivos à estratégia adotada pelo gestor. Vale dizer, se a causa concreta que o levou a contratar está preservada.

Ainda sobre a relação entre instituição financeira e investidor – considerado sempre o esquema de contratação com contrato quadro – o artigo 33<sup>360</sup> versa sobre os custos associados, exigindo que, além do preço do próprio contrato, sejam informadas adequadamente todas as taxas e custos necessários à conclusão e manutenção do investimento. Ainda que pareça irrelevante, por vezes o custo da intermediação é determinante para o desempenho final do investimento. Especialmente quando a oferta de produtos financeiros é similar, a taxa de administração, custódia ou gestão pode diferenciar um contrato de outro em termos de resultado.

---

financeiros incluídos na sua carteira, de modo a permitir que o cliente a quem é prestado o serviço aprecie os resultados obtidos pela empresa.

3. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento, sempre que se proponham prestar serviços de gestão de carteira a um cliente não profissional ou a um cliente não profissional potencial, que forneçam ao cliente, para além das informações exigidas no n.º 1, as seguintes informações, na medida em que sejam aplicáveis:

- a) Informações sobre o método e a frequência de avaliação dos instrumentos financeiros da carteira dos clientes;
- b) Informações sobre qualquer eventual delegação da gestão discricionária da totalidade ou de uma parte dos instrumentos financeiros ou dos fundos da carteira do cliente;
- c) A especificação do valor de referência face ao qual serão comparados os resultados da carteira dos clientes;
- d) Os tipos de instrumentos financeiros susceptíveis de serem incluídos na carteira de clientes e os tipos de transacções susceptíveis de serem realizadas sobre esses instrumentos, incluindo eventuais limites aplicáveis;
- e) Os objectivos de gestão, o nível de risco que deve ser reflectido no exercício, pelo gestor, da sua margem discricionária e quaisquer eventuais limitações específicas a esse exercício.

<sup>360</sup> Artigo 33.º

(N.º 3, quarto travessão, do artigo 19.º da Directiva 2004/39/CE)

Informações sobre os custos e encargos associados

Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que prestem aos clientes não profissionais efectivos ou potenciais informações sobre os custos e encargos associados, que incluirão, na medida em que tal seja relevante, os seguintes elementos:

- a) O preço total a pagar pelo cliente relativamente ao instrumento financeiro ou ao serviço de investimento ou auxiliar, incluindo todas as remunerações, comissões, encargos e despesas conexos e todos os impostos a pagar através da empresa de investimento ou, caso não possa ser indicado um preço exacto, a base de cálculo do preço total de um modo que o cliente o possa verificar;
- b) Sempre que qualquer parte do preço total, referido na alínea a), deva ser paga ou represente um montante em moeda estrangeira, uma indicação da moeda envolvida e das taxas e custos de conversão cambial aplicáveis;
- c) Comunicação da eventualidade de poderem ser cobrados ao cliente outros custos, incluindo impostos, relacionados com transacções referentes ao instrumento financeiro ou ao serviço de investimento, que não sejam pagos através da empresa de investimento ou por ela impostos;
- d) Modalidades de pagamento ou de outras eventuais formalidades.

Para efeitos da alínea a), as comissões cobradas pela empresa serão em qualquer caso especificadas elemento a elemento.

Em relação ao próprio contrato, o artigo 31<sup>361</sup> determina a prestação de informações sobre os riscos do investimento de forma bastante detalhada, sempre considerando a qualificação da contraparte. Devem ser necessariamente informados os riscos de volatilidade – como pode variar o valor do investimento, indicando claramente a possibilidade de perda total e de prejuízos além do valor investido –; e de liquidez, informando a eventual dificuldade de alienação futura.

O artigo 32<sup>362</sup> revela a preocupação com a contribuição de terceiros para o risco, exigindo a identificação de garantidores e de instrumentos contidos no contrato – cujo

---

<sup>361</sup> Artigo 31.o

(N.o 3, segundo travessão, do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Informações sobre os instrumentos financeiros

1. Os Estados-Membros requererão às empresas de investimento que apresentem aos clientes efectivos ou potenciais uma descrição geral da natureza e dos riscos dos instrumentos financeiros, tendo em conta, em especial, a classificação do cliente como cliente não profissional ou profissional. Essa descrição deve explicar a natureza do tipo específico do instrumento em questão e os riscos inerentes a esse tipo de instrumento, com um grau suficiente de pormenorização para permitir que o cliente esteja devidamente informado aquando da tomada das decisões de investimento.

2. A descrição dos riscos incluirá, sempre que for relevante para o tipo específico de instrumento em causa e para o estatuto e nível de conhecimentos do cliente, os seguintes elementos:

a) Os riscos associados a esse tipo de instrumento financeiro, incluindo uma explicação do impacto do efeito de alavancagem e do risco de perda da totalidade do investimento;

b) A volatilidade do preço desses instrumentos e o carácter eventualmente limitado do mercado em que esses instrumentos são negociados;

c) O facto de um investidor poder assumir, em resultado de transacções sobre esses instrumentos, compromissos financeiros e outras obrigações adicionais, incluindo responsabilidades contingentes, para além do custo de aquisição dos instrumentos;

d) Quaisquer requisitos em matéria de margens ou obrigações análogas, aplicáveis aos instrumentos desse tipo. Os Estados-Membros podem especificar as condições exactas ou o conteúdo em relação à descrição dos riscos, tal como requerido pelo presente número.

3. Caso uma empresa de investimento preste a um cliente não profissional, efectivo ou potencial, informações acerca de um instrumento financeiro, que seja objecto de uma oferta ao público, por ocasião da qual tenha sido publicado um prospecto relativo a essa oferta, de acordo com a Directiva 2003/71/CE, essa empresa informará o cliente efectivo ou potencial do local onde esse prospecto está à disposição do público.

4. Sempre que os riscos associados a um instrumento financeiro composto de dois ou mais instrumentos ou serviços financeiros diferentes forem susceptíveis de serem superiores aos riscos associados a qualquer um dos componentes, a empresa de investimento apresentará uma descrição adequada dos componentes desse instrumento e do modo como a sua interacção aumenta os riscos.

5. No caso de instrumentos financeiros que incluem uma garantia de um terceiro, as informações sobre a garantia incluirão informações suficientes sobre o garante e a garantia, a fim de permitir que o cliente não profissional efectivo ou potencial faça dela uma avaliação correcta.

<sup>362</sup> Artigo 32.o

(N.o 3, primeiro travessão, do artigo 19.o da Directiva 2004/39/CE)

Requisitos em matéria de informação relativa à protecção dos instrumentos financeiros ou fundos dos clientes

1. Os Estados-Membros assegurarão que as empresas de investimento, sempre que detenham instrumentos financeiros ou fundos que pertençam a clientes não profissionais, prestem a esses clientes não profissionais, efectivos ou potenciais, as informações especificadas nos n.os 2 a 7, consoante as que forem relevantes.

2. A empresa de investimento informará o cliente não profissional efectivo ou potencial do facto de os instrumentos financeiros ou os fundos desse cliente poderem ser detidos por um terceiro, em nome da empresa de investimento, bem como da responsabilidade que a empresa assume, por força do direito nacional aplicável, relativamente a quaisquer actos ou omissões do terceiro, e sobre as consequências para o cliente da insolvência do terceiro.



risco se transmite pela securitização. Trata-se de um dos principais problemas da crise de 2008, o falseamento do risco pela má identificação dos contratos que compunham cada derivativo.

### 4.3. Direito Italiano

Sobre o ordenamento italiano, bastante citado neste trabalho, interessante notar a visão nacionalista da doutrina ao tratar os derivativos como “contrato estrangeiro”<sup>363</sup>. A nosso ver, os derivativos podem ter sua origem histórica em outros países e, sob determinadas condições, serem regidos por lei estrangeira, mas não por isso os contratos derivativos sujeitos ao ordenamento nacional devem ser tratados com qualquer reserva.

#### 4.3.1. Regulamento CONSOB nº 16.190/07

No § 2º do artigo 27 a normativa italiana indica que informações devem ser prestadas aos investidores em instrumentos financeiros como derivativos:

2. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti

---

3. Sempre que os instrumentos financeiros do cliente não profissional efectivo ou potencial podem ser detidos por um terceiro numa conta global, caso tal seja permitido pelo direito nacional, a empresa de investimento informará o cliente desse facto e apresentar-lhe-á um aviso proeminente sobre os riscos daí resultantes.

4. A empresa de investimento informará o cliente não profissional efectivo ou potencial, sempre que não seja permitido pelo direito nacional identificar separadamente os instrumentos financeiros dos clientes detidos por um terceiro, face aos instrumentos financeiros propriedade desse terceiro ou da empresa de investimento, apresentando um aviso proeminente dos riscos daí resultantes.

5. A empresa de investimento informará o cliente efectivo ou potencial, sempre que as contas que contenham instrumentos financeiros ou fundos pertencentes a esse cliente efectivo ou potencial estejam ou venham a estar sujeitas à legislação de um país que não a do Estado-Membro, indicando o facto de os direitos do cliente efectivo ou potencial relativos a esses instrumentos financeiros ou fundos poderem ser afectados em consequência.

6. A empresa de investimento informará o cliente sobre a existência e as condições de quaisquer direitos decorrentes de garantias ou garantias reais que a empresa tenha ou possa vir a ter relativamente aos instrumentos financeiros ou fundos do cliente ou a qualquer direito de compensação que detenha face a esses instrumentos financeiros ou fundos. Se for caso disso, informará também o cliente de que um depositário pode ter um direito decorrente de garantias ou garantias reais ou um direito de compensação em relação a esses instrumentos ou fundos.

7. Uma empresa de investimento, antes de concluir operações de financiamento de valores mobiliários relativamente a instrumentos financeiros detidos por si em nome de um cliente não profissional ou de utilizar a outro título esses instrumentos financeiros por sua conta ou por conta de um outro cliente, fornecerá ao cliente não profissional, com suficiente antecedência em relação à utilização desses instrumentos e em suporte duradouro, informações claras, completas e exactas sobre as obrigações e as responsabilidades que sobre ela recaem pelo facto de utilizar esses instrumentos financeiros, incluindo as condições da sua restituição, bem como os riscos envolvidos.

<sup>363</sup> DE NOVA, Giorgio, I contratti derivati come contratti alieni in Rivista di diritto privato, p. 20

finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono:

- a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi;
- b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;
- c) alle sedi di esecuzione, e
- d) ai costi e oneri connessi.

É preciso, portanto, apresentar informações objetivas sobre o tipo de operação, sua natureza e o risco específico envolvido, bem como sobre o emitente do contrato e sua solvabilidade<sup>364</sup>. A agência italiana CONSOB, ao responder consulta sobre a norma de sua emissão<sup>365</sup> que mencionava a obrigação de fornecer ao investidor “documento sobre riscos gerais do investimento em instrumentos financeiro”, esclarece que, de forma alguma o dever de informar pode ser adimplido pela simples entrega de informações genéricas sobre o risco no mercado financeiro. Ao contrário, devem ser fornecidas informações objetivas e específicas sobre a operação que se vai contratar<sup>366</sup>. Segundo Inzitari e Piccinini<sup>367</sup>, a jurisprudência italiana oscila diametralmente sobre a quantidade de informação de acordo com a qualificação e experiência das partes. Ora, indica que quanto mais esperto o investidor mais informação deve receber porque dela pode fazer uso e chegar a outras conclusões enquanto o não preparado seria confundido com o excesso de informações; ora indica que a informação extra é inútil para o investidor esperto, sendo útil ao menos qualificado. A contradição se pode resolver analisando qualitativamente a informação. Dados de alta complexidade não tem utilidade para o investidor pouco

---

<sup>364</sup> Sobre a normativa anterior de texto similar, “L’art. 28 comma 2 del Regolamento impone d’altra parte un’informazione specifica, concreta ed effettiva - che si contrappone a quella del tutto generica contenuta nel ‘Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari’ - che deve comprendere le caratteristiche dei titoli oggetto di negoziazione, il rischio connesso allo specifico investimento che il cliente intende effettuare, le caratteristiche della società emittente, compreso il gruppo di società di cui eventualmente possa far parte, oltre che tutti quegli elementi che, anche se non relativi direttamente al prodotto, debbono ritenersi indispensabili per la completa conoscenza da parte dell’investitore dell’operazione di cui si ritrova parte e tali da rendere l’investitore pienamente consapevole delle proprie scelte.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 260

<sup>365</sup> Regolamento Consob n. 11522/1998

<sup>366</sup> ZITIELLO, Luca, La MiFID in Italia: la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, p. 296

<sup>367</sup> INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 261-262

qualificato tecnicamente – incapaz de processa-los – enquanto informações comuns de boa divulgação provavelmente são de conhecimento dos investidores qualificados.

Os mesmos autores afirmam ainda que a informação deve ser tanto mais abundante quando menor a experiência do investidor com aquele tipo de operação. O que parece bastante razoável e será retomado na análise do investidor qualificado.

#### 4.3.2. Deliberação CONSOB n° 15232/05

Vale mencionar a deliberação em epígrafe para distinguir o dever informativo da instituição financeira que, além eventualmente ser contraparte em contratos derivativos, presta o serviço de assessoramento. Nesse sentido, além dos parágrafos iniciais do artigo 69, merecem especial destaque os parágrafos quarto e quinto<sup>368</sup>, destinados a regular o conflito

---

<sup>368</sup> “Art. 69

Art. 69-quater (Comunicazione al pubblico di interessi e di conflitti di interesse)

1. I soggetti pertinenti indicano nella raccomandazione tutti i rapporti e tutte le circostanze che possono essere ragionevolmente ritenuti tali da comprometterne l'obiettività, con particolare riguardo al caso in cui i soggetti pertinenti abbiano un rilevante interesse finanziario in uno o in più strumenti finanziari oggetto della raccomandazione o un rilevante conflitto di interesse derivante da rapporti con l'emittente. Qualora il soggetto pertinente sia una persona giuridica, le predette circostanze e rapporti si riferiscono anche alle persone fisiche o giuridiche che lavorano per il soggetto pertinente sulla base di un contratto di lavoro o altro, quando tali ultime persone abbiano partecipato alla preparazione della raccomandazione.

2. Qualora il soggetto pertinente sia una persona giuridica, le informazioni da includere nella raccomandazione conformemente al comma 1 comprendono almeno: a) gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate che siano accessibili o che si possono ragionevolmente ritenere accessibili ai soggetti che partecipano alla preparazione della raccomandazione;

b) gli interessi o i conflitti di interesse del soggetto pertinente o delle persone giuridiche collegate di cui siano a conoscenza i soggetti che, pur non avendo partecipato alla preparazione della raccomandazione, avevano accesso o di cui si possa ragionevolmente ritenere che avessero accesso alla raccomandazione prima che essa venisse diffusa ai clienti o al pubblico.

Art. 69 quinquies (Ulteriori obblighi relativi alla comunicazione al pubblico di interessi o di conflitti di interesse)

1. In aggiunta alle disposizioni dell'articolo 69quater, le raccomandazioni, prodotte da un analista finanziario indipendente, da un soggetto abilitato, da persone giuridiche collegate, o da altri soggetti la cui attività principale consiste nella produzione di raccomandazioni, indicano in modo chiaro e visibile le seguenti informazioni relative agli interessi e ai conflitti di interesse:

a) partecipazioni significative esistenti tra il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate, da una parte, e l'emittente dall'altra. Le partecipazioni sono significative almeno quando: il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate detengono una quota di partecipazione nell'emittente superiore al 2% del totale del capitale azionario emesso; o l'emittente detiene una quota di partecipazione nel soggetto pertinente o nelle persone giuridiche collegate superiore al 2% del totale del capitale azionario emesso;

b) altri interessi finanziari rilevanti detenuti dal soggetto pertinente, o dalle persone giuridiche collegate, in rapporto all'emittente;

c) se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate operano come market maker o come fornitore di liquidità per gli strumenti finanziari dell'emittente;

d) se del caso, una dichiarazione attestante che nei precedenti dodici mesi il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate hanno svolto funzioni di leadmanager o di coleadmanager nell'ambito di un'offerta pubblica di strumenti finanziari dell'emittente;

de interesses. Se a entidade que analisa as opções de investimento em benefício de seu cliente tiver, entre as opções, contratos de sua própria emissão ou emitidos por empresas do grupo econômico, direta ou indiretamente sob o mesmo controle, é fundamental que a contraparte seja advertida sobre o conflito.

#### 4.3.3. Regulamento Consob nº 11522/98

Um dos mais importantes textos normativos para o mercado mobiliário italiano estabelece claramente a obrigação de informação pós-contratual, isto é, o agente financeiro – ainda que não seja contraparte do investidor – mantém sua obrigação de informação ao longo da vigência do contrato<sup>369</sup>.

---

e) se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate sono parte di un qualsiasi altro accordo con l'emittente relativo alla prestazione di servizi di finanza aziendale, purché ciò non comporti la comunicazione al pubblico di informazioni commerciali riservate e l'accordo sia stato in vigore nel corso dei precedenti dodici mesi o abbia dato luogo, nel corso dello stesso periodo, al pagamento o alla promessa di pagamento di un compenso;

f) se del caso, una dichiarazione attestante che il soggetto pertinente o le persone giuridiche collegate sono parte di un accordo con l'emittente relativo alla produzione della raccomandazione;

g) nel caso in cui il soggetto pertinente sia un soggetto abilitato, la raccomandazione indica, in relazione alle persone fisiche o giuridiche che lavorano per tale soggetto sulla base di un contratto di lavoro o altro e qualora tali ultime persone abbiano partecipato alla preparazione della raccomandazione: se la remunerazione di tali persone sia legata ad operazioni di finanza aziendale effettuate dal soggetto pertinente o dalle persone giuridiche collegate; e il prezzo al quale le azioni sono state acquistate e la data dell'acquisto, nel caso in cui tali persone hanno ricevuto o acquistato le azioni dell'emittente prima di un'offerta pubblica di tali azioni.

2. I soggetti abilitati che producono raccomandazioni comunicano al pubblico:

a) in termini generali, i meccanismi organizzativi e amministrativi, ivi comprese le barriere allo scambio di informazioni, posti in essere all'interno del soggetto abilitato per prevenire ed evitare conflitti di interesse in rapporto alle raccomandazioni;

b) a scadenza trimestrale, la percentuale delle raccomandazioni "acquistare", "mantenere", "vendere" ovvero espresse con termini equivalenti, nonché per ognuna di tali categorie la percentuale degli emittenti ai quali i soggetti abilitati hanno fornito rilevanti servizi di finanza aziendale nel corso dei precedenti dodici mesi.

3. La comunicazione al pubblico delle informazioni indicate al comma 2 è effettuata mediante pubblicazione su apposito sito internet che consenta una diretta e facile consultazione da parte del pubblico ovvero altra fonte che consenta una consultazione con modalità equivalenti e con menzione chiara e visibile nella raccomandazione di un rinvio a tale sito o fonte.

<sup>369</sup> “Naturalmente, l’intermediario finanziario deve innanzi tutto acquisire tutte le informazioni necessarie aventi ad oggetto lo strumento finanziario al momento in cui l’operazione deve perfezionarsi e, più precisamente, al periodo che immediatamente precede il perfezionamento dell’operazione di negoziazione. Questo tuttavia non significa che, una volta definita l’operazione, l’intermediario finanziario sia autorizzato ad abbandonare a se stesso l’investitore; in caso di acquisto di strumenti finanziari, l’intermediario sarà al contrario obbligato a seguire l’andamento del prodotto, in modo da poter orientare il risparmiatore verso le scelte più appropriate, in funzione dell’andamento del mercato. L’obbligo dell’intermediario finanziario di acquisire le informazioni relative ai prodotti finanziari oggetto di negoziazione è disciplinato dall’articolo 26 comma 1 lettera e) del Regolamento Consob 11522/98, a norma del quale ‘Gli intermediari autorizzati, nell’interesse degli investitori e dell’integrità del mercato mobiliare: (...) e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire’” IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 53

É, pois, uma confirmação positiva da existência do dever de informar na execução do contrato, com a possibilidade de efeitos jurídicos decorrentes da violação, conforme se discutirá adiante.

Destaque-se a grande importância atribuída à correta compreensão da experiência do investidor, com a larga discussão sobre a diligência necessária ou exigível da instituição financeira nesse sentido. O artigo 28<sup>370</sup> da referida norma trata dessa questão, inclusive impondo à instituição que conheça o objetivo de investimento, em clara referência à causa concreta do negócio. É o artigo 29<sup>371</sup> que introduz a *adeguatezza* – já debatida supra – e proíbe a instituição financeira de realizar operação *inadequada*, seja pelo tipo, objeto,

---

<sup>370</sup> Art. 28

(Informazioni tra gli intermediari e gli investitori)

1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:

a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;

b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3.

2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.

3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito.

4. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10% di tale controvalore. 5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute.

<sup>371</sup> Art. 29

(Operazioni non adeguate)

1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.

3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.

volume ou frequência, exceto se expressamente advertido o investidor que deverá se manifestar de forma inequívoca que compreendeu a advertência a deseja prosseguir com a operação.

#### **4.4. Direito Brasileiro**

##### **4.4.1. Leis nº 6.385/76**

Conforme já referido no início deste capítulo, a Lei 6.385/76 é curiosamente imprecisa ao determinar a aplicação da disciplina de valores mobiliários aos derivativos. Como decorrência lógica a partir das diferenças estruturais, os derivativos não negociados em massa, em princípio, escapam ao escopo da Lei nº 6.385/76. Adiciona razoável insegurança jurídica, contudo, a análise do § 4º, do mesmo artigo 2º:

§ 4o É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória no 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. (Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011).

Assim como o Dodd-Frank Act, a Lei nº 12.543/11 – do mesmo ano, portanto, que a norma americana – exige que os derivativos sejam registrados em câmaras de compensação ou liquidação, sob pena de invalidade. Note-se que a Lei americana atribuiu às agências reguladoras (SEC e CFTC) a competência para distinguir quais derivativos seriam obrigatoriamente negociados e liquidados nas câmaras. Isso porque, é custoso exigir que um derivativo singular, com características próprias que interessam apenas às empresas contratantes – instituição financeira ou não –, seja registrado e liquidado em uma câmara de compensação, especialmente se as partes não mantiverem outros negócios com a câmara em questão.

Finalmente, a Lei nº 6.385/76 atribui ao Conselho Monetário Nacional a competência para regular os derivativos:

Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional:

(...)

VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive:

- a) determinar depósitos sobre os valores nocionais dos contratos; e
- b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos.

#### 4.4.2. Resolução CVM nº 467 e a Instrução CVM nº 475

A despeito da imprecisão do texto legal, a Resolução CVM nº 467 deixa claro que a sua abrangência se limita aos contratos admitidos à negociação em mercado organizado:

Art. 1º Esta Instrução dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários

Em relação ao conteúdo, o pedido de aprovação deve trazer claramente as características do arranjo contratual pretendido, incluindo a minuta do contrato derivativo a ser celebrado, o público a que se destina, descrição detalhada do ativo subjacente e metodologia para determinação de seu preço, entre outras:

Art. 7º O pedido de aprovação dos modelos de contratos derivativos a serem negociados no mercado organizado deverá ser formulado pela entidade administradora do mercado em que o contrato será negociado incluindo:

I – o contrato com seus anexos, contendo, no mínimo:

- a) o objeto, a unidade de negociação e a forma de cotação;
- b) as datas de negociação, vencimento e liquidação do contrato;
- c) os critérios de cálculo dos preços de liquidação, dos ajustes e das margens; e
- d) as formas de liquidação admitidas, incluindo a possibilidade ou não de entrega física do ativo subjacente.

II – descrição pormenorizada das características do ativo subjacente ao contrato, dos mercados em que é negociado e de seus participantes;

III – especificação de restrições de acesso aos contratos por determinados investidores, se for o caso;

IV – limites de posição por investidor, por intermediário e de contratos em aberto;

V – manifestação quanto à adequação da metodologia de determinação do valor de referência do ativo subjacente ao contrato;

VI – declaração da entidade responsável pela submissão do pedido de que a iniciativa de proposta do novo contrato é proveniente da própria entidade, ou, caso contrário, especificação da origem da iniciativa da proposta.

A instrução CVM nº 475 fundamentalmente trata de normas para o registro contábil das operações com derivativos nas demonstrações financeiras das entidades sujeitas

a seu controle. Trata-se de um aspecto do dever de informar em sentido amplo não debatido no presente trabalho. Apesar de a contraparte beneficiar-se da adequada contabilização da informação sobre derivativos, trata-se de uma informação divulgada ao público em geral.

#### 4.4.3. Autorregulação

Há no Direito brasileiro, especialmente no mercado de capitais, iniciativas bem-sucedidas de autorregulação, como o conjunto de normas emitidas pela Bolsa de Valores de São Paulo – BMF-Bovespa para criação do Novo Mercado. Em relação aos derivativos, a Deliberação nº 10 do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Negociação de Instrumentos Financeiros da ANBIMA parece a normativa mais relevante de autorregulação, reforçando a estreita ligação entre características das partes e dever de informar:

3 - A negociação de derivativo pela Instituição Participante deve ser acompanhada de processo de verificação de sua adequação ao perfil do cliente (*suitability*), previamente à sua contratação.

4 - A política de *suitability* deve ser documentada e estabelecer diretrizes concernentes à classificação de clientes e produtos e procedimentos utilizados na negociação e contratação da operação.

5 - Os procedimentos utilizados na venda e negociação devem:

- a. ser diferenciados de acordo com as classificações de produto e/ou de clientes; e
- b. incluir mecanismos para assegurar que o cliente foi informado de maneira apropriada sobre todas as características e riscos potenciais da operação e para verificar sua consistência com operações realizadas anteriormente, e com sua motivação para contratá-la.**

6 - A Instituição Participante deve:

- a. definir responsabilidades quanto à elaboração, à implementação, ao cumprimento e à reavaliação da política;
- b. providenciar para que as áreas relacionadas e, em particular, a(s) área(s) de vendas seja(m) informada(s) sobre a política e receba(m) treinamento;

7 - A Instituição Participante adotará critérios objetivos e subjetivos para avaliar o perfil do cliente, para fins de negociação e venda de derivativos utilizando classificação própria.

8 - Quanto aos produtos, e ressalvado o disposto no item 11, a Instituição Participante deverá adotar classificação que:

- a. utilize, no mínimo, três categorias;
- b. leve em consideração fatores como (i) existência ou não de limitação de perda; (ii) se a perda máxima do cliente pode ser maior que o aporte inicial de recursos;



- (iii) linearidade ou assimetria do comportamento dos possíveis resultados do derivativo (ajustes), em relação às variações dos indexadores da operação; e (iv) existência ou não de eventos de descontinuidade;
- c. permita o enquadramento de todos os produtos negociados pela Instituição Participante; e
- d. seja atemporal ou permita a inclusão de novos produtos que venham a ser negociados. (destaques nossos)

Enquanto a política de *suitability*, objeto central da norma, procura adequar a oferta de produtos às características dos clientes, o dever de informar é delimitado pela quantidade e qualidade de informação necessária para aquele tipo determinado de cliente, consideradas as operações anteriormente realizadas, com o objetivo de que ele seja capaz de compreender os riscos envolvidos na operação, bem como de analisar a adequação daquele contrato à causa concreta pretendida pelo cliente.

#### 4.5. Características das partes

As características das partes envolvidas na relação contratual são fundamentais para concretização de cláusulas gerais como a boa-fé e o dever de diligência<sup>372</sup>, daí a importância de avaliar as partes como investidor qualificado, profissional ou comum e o banco como profissional no mercado financeiro. É bastante pacífico que o dever de informar adequadamente exige o conhecimento e a adequação das informações às características da contraparte<sup>373</sup>.

Conforme já debatido, é pressuposto da existência do dever de informar a assimetria de informação entre as partes que, se perpetuada, terminará por inviabilizar o mercado sobre o prisma econômico, como defendeu George Akerlof<sup>374</sup>.

---

<sup>372</sup> “I criteri di diligenza e di correttezza enunciati nell’art. 21 del Tuf sono volutamente ampi e di carattere generale in modo tale che essi possano trovare concretizzazione, caso per caso, in base alle caratteristiche del risparmiatore e del regolamento negoziale prescelto.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 251

<sup>373</sup> COSTI, Renzo, Il mercato mobiliare, p. 54

<sup>374</sup> “La disciplina degli obblighi di informazione costituisce il punto di emersione più evidente delle scelte di policy che tradizionalmente informano la disciplina comunitaria del rapporto tra cliente e intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento. Secondo un noto modello economico [Akerlof 1970], l’asimmetria informativa che connota il rapporto tra intermediario e cliente impedisce l’efficiente funzionamento del mercato, lasciando spazio a comportamenti opportunistici, da parte del primo, e a conseguenti fenomeni di selezione avversa, da parte del secondo. Un obbligo di informazione imposto al soggetto in posizione di superiorità informativa consente, di contro, il ripristino di adeguate dinamiche di mercato, permettendo alla libera scelta degli investitori la realizzazione di un’ottimale allocazione delle risorse monetarie” D’APICE, Roberta, L’attuazione della Mifid in Italia, p. 298

Ademais, o já referido juízo sobre a escusabilidade da ignorância da informação deve levar em conta as características das partes envolvidas na relação. Assim, espera-se que a instituição financeira tenha acesso e capacidade de compreender um amplo espectro de informações sobre o contrato derivativo, os investidores profissionais um pouco menos, os qualificados menos, e, menos ainda, os investidores comuns<sup>375</sup>.

#### 4.5.1. Instituição financeira como profissional

A instituição financeira deve ter sua diligência média avaliada como profissional no mercado em que atua<sup>376</sup>. Alguns ordenamentos como o italiano<sup>377</sup> indicam expressamente a necessidade de considerar o profissionalismo<sup>378</sup> – no sentido de principal atividade exercida pela parte – na avaliação da diligência esperada. Em oposição, o investidor – mesmo que, por qualquer razão, não seja equiparável a um consumidor – é presumidamente hipossuficiente técnico, especialmente em razão da assimetria informacional<sup>379</sup>.

A Lei italiana prevê expressamente duas condutas relacionadas ao dever de informar para profissionais do mercado financeiro: (i) o dever de informar-se sobre as

---

<sup>375</sup> “Riassumendo possiamo così ribadire che legittimamente il giudice potrà considerare più intenso il dovere di cooperazione del professionista (nell’opera di rappresentazione della realtà trattata) di quanto lo sia l’onere del consumatore, o comunque del soggetto debole del rapporto, di autoverificazione della stessa. Il neutrale invito ad un bilanciamento dei contrapposti carichi compiuto (quantomeno apparentemente) dall’art. 1338 ed esportato al di fuori di quella particolare vicenda lascerà dunque il posto ad una più marcata esigenza di ridurre l’onere di acquisizione della conoscenza per incrementare il dovere di etero-rappresentazione. Ciò non significa che il giudice - posto di fronte ad una vicenda di lacuna informativa - dovrà rinunciare di domandarsi se il consumatore poteva o non poteva venire autonomamente a conoscenza del dato la cui ignoranza ora vorrebbe porre a carico del professionista; significa però che dovrà adottare un metro di giudizio diverso, e che, in particolare, dovrà considerare se lo squilibrio tra le parti sia stato di intensità tale da considerare che legittimamente una parte (quella più debole) abbia fatto affidamento sull’altra per conoscere tutto ciò che non era immediatamente evidente. È chiaro, comunque, che il rinnovato criterio di valutazione non potrà ridisciplinare la misura dello sforzo del destinatario dell’informazione consumatore nel processo di ricezione del dato messogli a disposizione, dovendo concentrarsi esclusivamente sulla misura dello sforzo richiesto per ricercare autonomamente il dato. È qui che la valutazione di responsabilità sarà fatta con minor rigore di quanto non consenta il comune giudizio di colpa/ non colpa.” DE POLI, Matteo, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, p. 375

<sup>376</sup> “In breve. il criterio della diligenza che apre la norma in esame, è da intendersi nell’accezione di diligenza professionale, secondo quanto disposto dall’art. 1176 comma 2 cod. civ. a mente del quale nell’adempimento delle obbligazioni inerenti all’esercizio di una attività professionale, quale e quella dell’intermediario finanziario, la diligenza deve misurarsi con riguardo alla natura dell’attività esercitata e quindi secondo i principi che governano il sistema dell’intermediazione finanziaria.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, *L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136*, p. 251

<sup>377</sup> Artigo 1176, § 2º do Codice Civile, “Nell’adempimento delle obbligazioni inerenti all’esercizio di un’attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell’attività esercitata.”

<sup>378</sup> Interessante a comparação da instituição financeira ao médico em termos de assimetria que implica dever de informar FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 387

<sup>379</sup> IUDICA, Fabio, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 44

caratteristiche del investidor; (ii) o dever de informar o investidor sobre os riscos dos contratos que celebrará<sup>380381</sup>. A primeira conduta é preliminar, visto que a informação a ser fornecida pela instituição financeira deve ser adequada às características do investidor<sup>382 383</sup>. Por conseguinte, compreende-se que o dever de informar inclui a verificação diligente da efetiva capacidade de compreensão do destinatário da informação<sup>384</sup>. O direito italiano sobre o mercado financeiro fixou os conceitos de *adeguatezza*<sup>385</sup>, que impõe verificar se o cliente tem a necessária experiência, o produto oferecido pode atingir os objetivos pretendidos, e o cliente pode suportar o risco econômico decorrente; e *appropriatezza*<sup>386</sup>, relacionada à capacidade de o cliente compreender e operar aquele contrato. Com as adaptações necessárias, os conceitos podem ser aplicados ao direito brasileiro e contribuirão para os parâmetros do dever de informar a serem formulados adiante.

Ademais, ao informar-se surge outro dever reflexo, qual seja, de não celebrar com o cliente um contrato sabidamente inadequado a seus interesses<sup>387</sup>. Assim, há exigência de adequação faz ligação com a causa concreta na visão do investidor, uma vez que exige do banco a verificação da potencialidade daquele negócio para alcance dos objetivos

---

<sup>380</sup> Texto Unico della Finanza (TUF), Art. 21 (...) b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

<sup>381</sup> COTTINO, Gastone, Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, p. 537

<sup>382</sup> “Per raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari più adatti al cliente o al potenziale cliente e per la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio, gli intermediari devono ottenere dall’investitore alcune informazioni, attinenti alla conoscenza ed alla esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio, alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento.” GRECO, Fernando, Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria, p.46

<sup>383</sup> “Pare chiaro come i succitati obblighi informativi gravanti sull’intermediario si trovino in un rapporto di interdipendenza reciproca tale per cui il dovere di informarsi rappresenta l’antecedente logicamente necessario del dovere di informare. Il dovere di informarsi è funzionale al dovere di informare e ciò soprattutto qualora sia in gioco la negoziazione di titoli non quotati, in assenza di rating ed in caso di titoli diretti al mercato riservato agli investitori istituzionali.” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L’attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136, p. 253

<sup>384</sup> De Iuliis, Carmelo Massimo, Principi di diritto del mercato finanziario: breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento, p. 31

<sup>385</sup> ANNUNZIATA, Filippo, La disciplina del mercato mobiliare, p. 139

<sup>386</sup> ANNUNZIATA, Filippo, La disciplina del mercato mobiliare, p. 140-141

<sup>387</sup> “Secondo il Tribunale emiliano ‘...gli obblighi di informarsi sulla situazione finanziaria dell’investitore (art. 28, 1° co., lett. a); c.d. *Know your customer rule*) e di assumere adeguate informazioni sui prodotti finanziari oggetto dell’operazione (art. 26, Reg. Consob; c.d. *Know your merchandise rule*), costituiscono gli strumenti indispensabili per consentire quel giudizio di ‘adeguatezza’, che spetta in prima battuta all’operatore ed in secondo luogo all’interprete. In altre parole, l’obbligo di astenersi dall’effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione (art. 29, 1° co.; c.d. *suitability rule*) costituisce il risultato finale di un procedimento conoscitivo che trae spunto dall’assolvimento degli obblighi informativi’.” BERSANI, Giuseppe, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 81

pretendidos<sup>388</sup>. A normativa brasileira, como se verá adiante, impõe o mesmo dever – de informar-se – ao exigir a verificação do enquadramento do investidor como qualificado.

Todas as informações e meios razoavelmente disponíveis à instituição financeira devem ser utilizados para compreender a situação do investidor e, em seguida, prestar informações em consonância.<sup>389</sup> Deve-se ainda levar em conta o impedimento de contratar operação sabida inadequada à situação do investidor, sob dois fundamentos: afronta à suposta causa concreta do negócio e inadimplemento do dever de informar-se sobre o cliente. Vale dizer, não poderá a instituição financeira alegar ignorância da efetiva situação do investidor sempre que dispuser ou dever dispor de meios razoáveis para conhecê-la<sup>390</sup>.

A realização de operação em princípio inadequada com determinado cliente pode ser convalidada por um mecanismo de informação, qual seja, o pleno esclarecimento sobre o risco e a inadequação ao perfil traçado de acordo com as informações obtidas do próprio cliente, seguido do expresso consentimento do cliente em continuar a realizar a referida operação<sup>391</sup>. A solução da inadequação – desacordo com a possível causa concreta – pela informação demonstra a raiz da questão no consentimento. O que se tutela, por meio do dever de informar na formação do contrato, é a plenitude do consentimento, da vontade real da parte em ingressar naquele determinado vínculo contratual.

Outra consequência lógica da condição de profissional é o dever de informar-se sobre os produtos que negocia. Isto é, ao banco não é escusável alegar ignorância – ainda

---

<sup>388</sup> “Gli obblighi di informazione imposti agli intermediari, ed in particolare il dovere di segnalare la non adeguatezza dell’operazione, fanno sorgere in capo a tali soggetti un vero e proprio obbligo di perseguire non solo i propri interessi, ma di raffigurarsi e di valutare l’interesse del risparmiatore per tutti i servizi di investimento prestati, e non solo in caso di contratti di gestione patrimoniale.” FIORIO, Paolo, Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 766

<sup>389</sup> “Le prime conclusioni che si possono ricavare alla luce delle indicazioni dottrinali e delle pronunce sopra riportate, sono che l’intermediario dovrà sempre avere riguardo alle qualità soggettive dell’investitore, anche se non esplicitate nelle informazioni acquisite, ma emergenti dalla sua vicenda personale, professionale ed economica e dalla sua esperienza di investitore.” BERSANI, Giuseppe, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 98

<sup>390</sup> “Pertanto, secondo il Tribunale romano, deve considerarsi inadeguata l’operazione di investimento rispetto al profilo dei clienti quando, trattandosi di soggetti titolari di conti correnti presso la banca ‘...le altre notizie in possesso dell’intermediario rendevano chiaro che si trattava di soggetti nei cui confronti l’operazione di negoziazione proposta non fosse adeguata sia in relazione alla loro situazione patrimoniale sia in relazione alla scarsa propensione al rischio.” BERSANI, Giuseppe, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 99

<sup>391</sup> “Esauriti tali obblighi ‘formali’ l’intermediario deve anche ‘...fornire informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell’operazione stessa, onde permettere al cliente di effettuare una scelta consapevole (art. 28, 2° co., Reg. Consob); deve astenersi dall’eseguire l’operazione se non la ritiene adeguata alle caratteristiche del cliente, a meno che l’investitore, dopo essere stato correttamente informato, manifesti espressamente e per iscritto l’intenzione di procedere ugualmente. Allo stesso modo, ottenuto l’assenso scritto del cliente, la banca può procedere per le operazioni in conflitto di interessi (art. 27, n. 2 e art. 29, n. 1.3 Reg. Consob).” BERSANI, Giuseppe, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 101

que seja absolutamente sincera a alegação – sobre um contrato derivativo que negocia<sup>392</sup>. A despeito da singeleza da afirmação, considerando o gigantismo das instituições financeiras e a heterogeneidade de seus prepostos, não é de se espantar se um agente da instituição financeira venha a representar o banco na negociação de instrumentos cujo funcionamento ignora.

#### 4.5.2. Investidor qualificado

Da mesma forma, se presume um certo nível de profissionalismo dos investidores qualificado e profissional, de quem se espera em menor e maior profundidade, respectivamente, um conhecimento técnico diferenciado, muito além do que uma pessoa qualquer obteria lendo periódicos sobre o assunto<sup>393</sup>.

Surge, contudo, polêmica acerca de como identificar o investidor qualificado. Ao analisar a decisão da Corte de Cassação italiana<sup>394</sup> sobre a declaração de enquadramento como investidor qualificado, Autelitano afirma que:

La sentenza che si annota ha stabilito il principio per cui la dichiarazione del clients di essere operatore qualificato esonera l'intermediario dall'effettuare ulteriori verifiche, salvo che vi siano elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso<sup>395</sup>.

A operação em análise era um contrato de swap firmado entre uma indústria de cerâmica (Ariosteia) e um Banco (Intesa Sanpaolo) no valor de 30 milhões de marcos. A discussão principal se referia ao reconhecimento ou não pelo banco da condição de investidor qualificado da contraparte. Isso porque, de acordo com a legislação vigente à

---

<sup>392</sup> “Per essere in grado di informare la clientela in modo adeguato il personale degli istituti di credito deve prima conoscere le caratteristiche dei prodotti finanziari oggetto di compravendita. L’esperienza giudiziaria ha consentito di accertare come, in molti casi, i dipendenti delle banche propongono o vendono prodotti finanziari di cui essi stessi non conoscono le caratteristiche, con la conseguenza che tali dati non possono essere trasmessi al cliente in modo da consentirgli di effettuare una scelta consapevole.” BERSANI, Giuseppe, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 134

<sup>393</sup> “L’obbligo di informazione in ordine agli strumenti finanziari, da parte dell’intermediario, deve necessariamente sostanziarsi in una conoscenza effettiva e altamente qualificata, ben superiore a quella che chiunque potrebbe acquisire dalla semplice lettura dei quotidiani, dei giornali economici e dei bilanci delle società interessate. Tale precetto, in realtà, potrebbe anche non essere identificato come un obbligo attivo, in quanto il generale dovere di conoscenza degli strumenti finanziari prescinde dallo specifico rapporto intercorrente tra intermediario finanziario e investitore e costituisce, piuttosto, un preciso obbligo (anche deontologico) legato alla formazione professionale dell’investitore medesimo.” IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 51

<sup>394</sup> Sez. I, 26 de maio de 2009, nº 12138, Pres. Vitrone, Rel. Shirò, P.m. Patrone – Ariosteia S.p.a. c. Intesa Sanpaolo S.p.A.

<sup>395</sup> AUTELIANO, Francesco, Il contratto di investimento dell’operatore qualificato in I contratti, p. 883

época, não fosse a Ariostea considerada investidor qualificado, aplicar-se-iam salvaguardas ao caso que teriam anulado o negócio. Considerando o prejuízo de L. 3,48 milhões, o pedido da Ariostea foi nesse sentido.

A Ariostea declarou expressamente ao banco ser investidora qualificada. Contudo, o banco dispunha de informações suficientes para saber da inexperiência e incapacidade da empresa para operar valores mobiliários:

4.2. quanto alla mala fede della banca, sono stati acquisiti agli atti inequivoci documenti atti a comprovare la conoscenza da parte dell'istituto di credito della situazione patrimoniale, finanziaria e valutaria dell'Ariostea, che avrebbe comunque potuto essere oggetto di richiesta di informazioni; in particolare, la banca era certamente a conoscenza della reale situazione finanziaria e valutaria di Ariostea e sapeva che la società era indebitata in marchi tedeschi con mutui e leasing in tale valuta e che, per prassi costante, si faceva anticipare dalle banche i crediti in valuta, con la conseguenza che non esistevano crediti non anticipati; in particolare l'istituto bancario era a conoscenza che l'operazione di swap del (Omissis) per 30 milioni di marchi aveva natura meramente speculativa, estranea all'oggetto sociale.<sup>396</sup>

Há um conflito claro entre duas cláusulas gerais neste caso: (i) ninguém pode beneficiar-se da própria torpeza; (ii) boa-fé na formação dos contratos. Ao mesmo tempo que o banco não deveria ter aceite como adequada a mera declaração da empresa de enquadramento como investidora qualificada, a despeito de conhecer a sua incapacidade e necessidade financeira pelo relacionamento pretérito; a empresa não deveria ter emitido declaração falsa.

Comparando a “escusabilidade” das condutas, a Corte de Cassação italiana, nesta hipótese, concluiu ser menos escusável a declaração falsa prestada pela empresa em comparação com a ausência de boa-fé do banco. A decisão confirma o papel residual e integrativo da boa-fé, cujos limites estão, por exemplo, na interpretação de declarações de vontade claras.

Do prisma da informação, em que pese a empresa ter fornecido ao banco outros meios para constatação de sua real competência para realização de negócios no mercado de valores mobiliários, a informação diretamente prestada sobre o tema contribuiu decisivamente para formação da convicção do banco. Assim, a informação teve função

---

<sup>396</sup> AUTELIANO, Francesco, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato in I contratti*, p. 873

exoneratória neste caso, liberando o banco de outras indagações sobre as condições da contratante. A força exoneratória da informação claramente transmitida será objeto de mais profunda análise adiante.

Importante notar que – segundo a norma Consob – no ordenamento italiano, a simples declaração é insuficiente para reconhecer como qualificado o investidor<sup>397</sup>.

Sobre o valor da informação na definição do investidor qualificado, a jurisprudência italiana revelou três interpretações diversas<sup>398</sup>: (i) a declaração tem valor confessório e não comporta prova ou alegação em contrário, uma vez que não é razoável esperar do banco um papel investigativo<sup>399</sup>; (ii) a declaração tem valor auto-proclamatório mas não decisivo sob a condição de investidor qualificado, devendo o banco cercar-se de outros elementos probatórios para liberar-se das obrigações havidas com o investidor não qualificado; (iii) decisão 12138/2009 da Suprema Corte, a declaração tem um valor liberatório desde que o banco não tenha outras informações que permita a conclusão em sentido contrário<sup>400</sup>.

Nesse sentido, quanto maior a qualificação do cliente, menor a necessidade de informação<sup>401402</sup>. A normativa italiana da Consob - Commissione Nazionale per le Società

---

<sup>397</sup> “Al contrario, il criterio attraverso cui deve essere valutata tale dichiarazione non può che essere quello della verifica della effettiva corrispondenza della dichiarazione rilasciata rispetto alla effettiva realtà. Il citato articolo 31, come abbiamo visto, preliminarmente richiede infatti che i requisiti e le qualità di competenza ed esperienza siano effettivamente posseduti dalla società e non soltanto che il legale rappresentante lo dichiari. Da questo consegue che, rispetto ad una dichiarazione di competenza o esperienza riferita alla società, non si pone neanche un problema se essa obblighi o meno la società, in quanto da una tale dichiarazione comunque non possono per definizione scaturire effetti obbligatori. La disapplicazione o meno della disciplina di tutela dell’investitore può discendere infatti solo” INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina (org.), *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, p. 95

<sup>398</sup> Segundo VIGORITI, Liugi G., *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 143-144

<sup>399</sup> Como fundamento desta linha, podemos citar o julgado do Tribunal de Apelação de Milão, de 12 de outubro de 2007, “Si nota quindi la netta presa di distanza rispetto alla giurisprudenza milanese (ed in particolare rispetto alla recente sentenza APP. MILANO, 12.10.2007, infra, sez. III) che invece è solita liqui- dare ogni questione, ritenendo che la sottoscrizione, da parte dell’investitore, della dichiarazione autoreferenziale in esame escluda ogni responsabilità dell’intermediario (quasi sempre una banca) per il mancato rispetto della normativa in tema di trasparenza ed informazione, non essendo la banca tenuta a verificare la veridicità di detta dichiarazione.” BONTEMPI, Paolo, *Gli obblighi di trasparenza dell’intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap in La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 350

<sup>400</sup> VIGORITI, Liugi G., *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 142

<sup>401</sup> VIGORITI, Liugi G., *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 142, Il principio per cui a maggiore esperienza corrisponde minore informazione fornita da parte degli intermediari è confermato anche nella nuova disciplina che si divide, in generale, tra cliente “al dettaglio” (persone fisiche) e “professionale” (o controparte qualificata).

<sup>402</sup> No mesmo sentido, – FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 368

e la Borsa, nº 16190/2007 oferece elementos importantes para definição de contraparte qualificada.

Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume.<sup>403</sup>

A experiência se pode verificar concretamente pela realização de outras operações semelhantes. A dificuldade de verificação prática se resumiria à discussão sobre a semelhança de contratos diferentes, especialmente os não padronizados, capazes de assumir fórmulas muito divergentes.

O conhecimento é, por sua vez, bastante mais polêmico. Especialmente porque o conhecimento se dá sobre algum objeto. Como se trata da qualificação do investidor, pressupõe-se que seja um conhecimento amplo sobre investimentos e análise de riscos. Ainda assim, muitos assuntos diversos circundam o contrato derivativo, tais como finanças, estatística, economia e direito. É improvável que haja um consenso sobre o melhor método para verificação do conhecimento da contraparte nessas áreas do conhecimento.

A competência guarda forte relação com a capacidade de obter resultados e de compreender e operar os contratos. Se o investidor foi bem-sucedido em operações semelhantes – com a mesma ressalva sobre a dificuldade de estabelecer critérios para identificação da semelhança entre negócios atípicos – pode-se dizer que o investidor é competente. A competência isoladamente merece ressalvas, todavia, porque há casos emblemáticos, como a gestão de Robert Lafee Citron em fundos do *Orange County*<sup>404</sup>, que aparentavam competência pelos bons resultados iniciais, mas demonstraram-se desastrosas em seguida. Em regra, grandes prejuízos envolvendo o uso de derivativos são precedidos por resultados positivos, como no caso da falência do Banco Barings provocada por Nicholas Leeson, ou das empresas Sadia e Aracruz no Brasil.

---

<sup>403</sup> Allegato nº 3, do Regulamento 16190/2007 da CONSOB, da disponível em <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm>

<sup>404</sup> Aliás, é frequente a preocupação com a incapacidade técnica de entes públicos para lidar com investimentos financeiros, como menciona alerta AMOROSINO, Sandro, Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali in *Il Diritto dell'economia*, p. 416, sobre a assimetria de informação entre intermediário financeiro e administração pública de entes locais (equivalente a municípios no Brasil), sobre derivativos. No caso de Veneza, por exemplo, foi considerado um escândalo o endividamento decorrente da contratação desmedida de derivativos. Em linhas gerais, consideramos pouco condizente com a administração pública a contração de investimentos financeiros de risco elevado. Se limitaria, portanto, o uso de derivativos à função de *hedge*.



Outro ponto fundamental da normativa italiana se refere à conduta da instituição financeira em relação à informação recebida, ou seja, o dever de informar-se do banco e suas consequências. Causou especial polêmica na doutrina italiana o debate acerca do efeito confessório da declaração de investidor qualificado prestada pelo cliente, sendo aparentemente resolvido pela CONSOB 16190/2007, cujo texto indica um procedimento para qualificação do cliente que conduz à mera presunção de capacidade e competência para compreensão do risco<sup>405</sup>:

Art. 40 (Valutazione dell'adeguatezza)

1. Sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri:

a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente;

b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;

c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio. Una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente.

2. Quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale gli intermediari possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze ai fini del comma 1, lettera c).

3. In caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale considerato tale di diritto ai sensi dell'Allegato n. 3 al presente regolamento ovvero del regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo

---

<sup>405</sup> “Tale regolamento infatti, agli artt. 40, comma 2’, e 42, comma 2’, prevede che si presume che i clienti professionali posseggano il livello di esperienza e di conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi agli investimenti prescelti nell’ambito di un servizio di consulenza, di gestione di portafogli o nella prestazione di servizi di investimento. Ciò significa che è comunque ammessa la prova contraria, ossia la dimostrazione che, nonostante l’inquadramento del cliente come investitore professionale, egli non possieda un livello di conoscenza e di esperienza sufficiente per un dato servizio di investimento.” BONTEMPI, Paolo, Gli obblighi di trasparenza dell’intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 352

Unico, gli intermediari possono presumere, ai fini del comma 1, lettera b), che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento.

Note-se que o adequado reconhecimento do investidor qualificado não afasta o dever de informar<sup>406</sup>, mas apenas modifica seu conteúdo, reduzindo os esclarecimentos e permitindo que as informações sejam prestadas de forma menos didática e mais técnica.

A resolução CVM nº 554/14 traz anexa uma declaração que aponta o conhecimento sobre o mercado financeiro e a capacidade de entender e ponderar riscos<sup>407</sup>. A declaração inclui ainda um critério objetivo, qual seja, o montante total de aplicações financeiras mantidas pelo declarante. Vale mencionar que a referida norma italiana também exige de empresas – no sentido de não-instituições financeiras e não-investidor institucional – um porte mínimo. Nos termos da decisão do Tribunal de Torino<sup>408</sup>, a declaração deve versar sobre fatos, não opiniões; para ser relevante na apreciação da qualificação do investidor. Note-se, inclusive, que a imprecisão do declarante na afirmação de fatos objetivos é dificilmente justificável. Assim, a conduta do investidor que declarou manter R\$ 10 milhões em aplicações financeiras quando na verdade possuía R\$ 500 mil é mais reprovável que a conduta do investidor que declarou ter conhecimento e capacidade suficientes para compreender os riscos dos contratos derivativos. Ainda que se trate de alegações objetivas, o banco deve empregar a razoável diligência na análise de sua verossimilhança; por exemplo, exigindo a apresentação de cópias dos extratos das aplicações.

A regulação dependente da situação jurídica da parte caminha em sentido contrário à evolução do direito dos contratos relatada, por exemplo, por Maine<sup>409</sup>. Primeiro caminhamos do *status* ao contrato, atualmente, vamos do contrato ao *status*. Bem é verdade

---

<sup>406</sup> Afirma em crítica à decisão de 08 de março de 2011, nº 1547, do Tribunal de Torino, SANGIOVANNI, Valerio, L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-) certezza del diritto in *Il corriere del merito*, p. 822

<sup>407</sup> “Ao assinar este termo, afirmo minha condição de investidor profissional e declaro possuir conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos demais investidores. Como investidor profissional, atesto ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores profissionais”, disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst554.html>

<sup>408</sup> “In tal caso la dichiarazione assume valenza confessoria, a condizione che essa non sia indeterminata, ma contenga l'elencazione di fatti (non opinioni) effettivamente indicativi di tale competenza e di tale esperienza.” BONTEMPI, Paolo, Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, p. 337

<sup>409</sup> MAINE, Henry Sumner, *Acient Law*, p. 168-170

que fundada em razões absolutamente divergentes. Contudo, não se pode negar que a exigência de um certo volume de investimento para permitir o acesso de investidores a determinados mercados é uma forte restrição à liberdade negocial.

Maine menciona como exceção à evolução para o contrato em substituição à posição social por meio da *família*<sup>410</sup> justamente classes de pessoas a quem não se reconhecia a capacidade para contratar:

...exceptions of that stamp which illustrate the rule. The child before years of discretion, the orphan under guardianship, the adjudged lunatic, have all their capacities and incapacities regulated by the Law of Persons. But why? The reason is differently expressed in the conventional language of different systems, but in substance it is stated to the same effect by all. The great majority of Jurists are constant to the principle that the classes of persons just mentioned are subject to extrinsic control on the single ground that they do not possess the faculty of forming a judgment on their own interests; in other words, that they are wanting in the first essential of an engagement by Contract. (grifos nossos)

Nesse sentido, o Direito volta a atribuir diferentes direitos e deveres para pessoas e instituições com diferentes *status*. Contudo, os fundamentos dessa atribuição não são mais as relações entre e intra *famílias*<sup>411</sup>, mas a situação econômica ou técnica. A mesma atribuição ocorre, por exemplo, no direito do trabalho que toma o empregado como hipossuficiente em relação ao empregador, ou no direito do consumidor.

Há um evidente incômodo social com a incapacidade civil de portadores de deficiência física ou mental. Deficiências leves permitem uma consciência plena e não afetam a capacidade, enquanto deficiências reconhecidamente graves impedem a manifestação da vontade. Entre os casos extremos, estão os portadores de deficiências com algum nível de consciência. Considera-los incapazes, como fazia nosso ordenamento até a edição da Lei 13.146/2015 é um desrespeito que causa sofrimento dos portadores de deficiência e incomoda a todos. Todavia, atribuir capacidade excessiva a pessoa com consciência reduzida pode terminar ocasionando prejuízos importantes.

---

<sup>410</sup> Conceito diverso do senso comum e moderno de família, MAINE, Henry Sumner, *Acient Law*, p. 126, “It is full, in all its provinces, of the clearest indications that society in primitive times was not what it is assumed to be at present, a collection of individuals. In fact, and in the view of the men who composed it, it was an aggregation of families. The contrast may be most forcibly expressed by saying that the unit of an ancient society was the Family, of a modern society the individual.”

<sup>411</sup> No sentido utilizado por Maine para descrever a sociedade antiga

Talvez a melhor analogia, em razão da possibilidade de habilitação, seja o direito de dirigir veículos em vias públicas. Nosso ordenamento assume que apenas pessoas habilitadas podem conduzir veículos motorizados em vias públicas, fundamentalmente porque a condução por pessoas não capazes pode ocasionar sérios danos aos demais usuários das vias públicas, tornaria o trânsito ainda mais inseguro. O mesmo se passa, de certa forma, no mercado financeiro e de capitais<sup>412</sup>. Apenas agentes habilitados podem operar em mercados organizados como as bolsas de valores, o mercado de câmbio etc. O mecanismo do investidor qualificado estende para aqueles que se relacionam com esses agentes, a exigência de alguma qualificação técnica. Quanto maior a qualificação, menor a restrição. Trata-se de verdadeira derrogação do princípio da autonomia da vontade para reconhecer a restrição à liberdade de contratar como regra, mesmo para o caso de investidor qualificado, ou profissional<sup>413</sup>.

Assim, conclui-se que o dever de informar será temperado pela qualificação das partes contratantes, ainda que não se enquadrem como uma categoria previamente definida na Lei, como consumidor ou investidor não-qualificado. Quanto menor a qualificação, melhor a informação deverá ser transmitida à contraparte.

Qualificado ou não o investidor continua obrigado a algum nível de diligência na avaliação do contrato que pretende celebrar. O investidor é responsável e o maior interessado em apreciar adequadamente o risco que toma para si ao contratar o derivativo e, a despeito da informação fornecida, deve realizar as providências a seu alcance para tanto. Assim, se é de amplo conhecimento o elevado risco de determinado tipo de contrato, não pode o investidor em prejuízo alegar posterior insuficiência da informação em razão do infortúnio econômico<sup>414</sup>. Trata-se de mais uma referência à escusabilidade da ignorância de quem alega a infração ao dever de informar.

---

<sup>412</sup> FACCI, Giovanni, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, p. 396

<sup>413</sup> “Ciò perché il legislatore di settore ha fatto implicitamente propria la premessa assolutamente opposta a quella che sta alla base dei principi della autoreponsabilità e dell’affidamento: nei contratti conclusi nel mercato finanziario l’investitore - ivi compreso l’operatore qualificato - non possiede quella ‘libertà’, intesa come “cosciente iniziativa, prima dell’atto”, che la dottrina pone a fondamento dei principi di autoreponsabilità e di affidamento. Più precisamente, il legislatore di settore, in assoluta coerenza con la c.d. ‘economia dell’informazione’, tiene conto della particolare complessità esibita dal mercato finanziario e dai prodotti ivi negoziati ed esclude che gli investitori – ivi compresi gli ‘operatori qualificati’ – possiedano le nozioni tecniche necessarie per formulare quella ponderata valutazione in ordine a nozioni e ad aspetti comunque inerenti alla ‘tecnicità’ propria del mercato finanziario stesso.” LA ROCCA, Gioacchino, *La tutela dell’impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, p. 151

<sup>414</sup> “L’esigenza di una corretta e completa informazione - pur in presenza di un comportamento autoreponsabile del risparmiatore - è stata evidenziata anche dal Tribunale di Novara, con la sentenza del 17.10.2005, in cui si è osservato che nell’ambito della valutazione del comportamento dell’intermediario e

## 4.6. Conclusões parciais sobre o dever de informar

### 4.6.1. Consciência

A consciência é o objetivo da conduta esperada, não a simples informação. O dever é de conscientizar, não apenas de informar<sup>415</sup>.

A consciência é um elemento necessário da declaração de vontade de que se origina o vínculo negocial<sup>416</sup>. Sem consciência ou com falsa consciência dos fatores que cercam o negócio, a declaração é emitida em erro e o negócio é nulo.

É preciso que a informação sonogada seja objetivamente capaz de confundir a parte sobre a utilidade da prestação. Verificada a falta de consciência sobre termos relevantes do negócio, é preciso identificar a quem incumbia esforçar-se para a formação da consciência: se a própria parte prejudicada ou a contraparte. A falta de consciência pode decorrer da negligência da parte que deveria ter informado ou da parte que recebeu ou teve acesso à informação, mas dela fez mau uso. O juízo de valor acerca da conduta das partes, nesse sentido, deve ser ético, considerar o que se espera, em abstrato, de uma pessoa de

---

dell'investitore occorre effettuare un '... contemperamento fra il concreto adempimento degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario ed il non oblietabile principio di autoresponsabilità, cui non può non essere informata la condotta di ogni operatore, qualificato o meno, nell'assunzione di qualsivoglia vincolo contrattuale, specie se diretto all'acquisto di prodotti, quali quelli finanziari, che già la comune esperienza riconosce come di elevata complessità e sofisticatezza e tanto più allorquando si intenda dislocare in essi una quota non esigua del proprio patrimonio'." BERSANI, Giuseppe, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 77

<sup>415</sup> "La disciplina della trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento e accessori costituisce il momento centrale di un processo evolutivo caratterizzato da una sempre maggior tutela dell'investitore. Si tratta di una disciplina destinata ad imporsi in tutti i rapporti tra intermediari e clienti in armonia con una policy di più ampio respiro, caratterizzante i sistemi giuridici occidentali, favorevole all'espansione del dovere di informare (duty of disclosure) collegato al binomio buona fede-correttezza. Per tale via, il 'dovere di informare', previsto a livello generale all'art. 21, comma 1 lett. b) del TUF è diventato elemento caratterizzante l'intera disciplina delle regole comportamentali poste a presidio della tutela del risparmiatore e dell'integrità del mercato. La disposizione richiamata stabilisce, in primo luogo, che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli intermediari finanziari devono operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati." SARTORI, Filippo, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, p. 179

<sup>416</sup> "Il concetto di "autoresponsabilità" - al pari di quello di "affidamento" - presuppone ed è preordinato a quello che è stato denominato il processo di 'oggettivizzazione dello scambio'. In altre parole, chi si colloca in una prospettiva di "autoresponsabilità" del soggetto, pone l'accento sull'oggettivo significato da attribuire alla condotta dei contraenti senza riguardo all'effettiva situazione nella quale versa il soggetto agente. Il postulato sul quale si articola il concetto di "autoresponsabilità" è, infatti, chiaramente enunciato dalla dottrina richiamata nel precedente paragrafo: chi dà luogo ad una "iniziativa" verso i consociati deve essere "cosciente" sia del contesto di mercato nel quale cade l'iniziativa stessa, sia dei propri bisogni e delle proprie preferenze, sia, infine, delle conseguenze dell'iniziativa predetta. E questa "coscienza" deve essere "previa", ossia deve essere frutto di una ponderazione che deve aver avuto luogo prima di porre in essere la condotta afferente alla conclusione del contratto." LA ROCCA, Gioacchino, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, p. 148

conhecimento médio, naquele mercado ou naquele ambiente em que se deu o negócio. Que elementos objetivos tinha cada parte para conhecer os limites cognitivos e culturais da outra?

#### 4.6.2. Diligência

O elemento moral objetivamente apreciado se traduzirá na diligência com que as partes agiram no cumprimento dos deveres de informar e informar-se. O que seria esperado do banco e de seu cliente em termos de esforços razoáveis para compreender o negócio e informar a contraparte. No caso do banco, informar-se sobre as características do cliente e a causa concreta pretendida e informar ao cliente sobre as condições e riscos do contrato que propõe. No caso do cliente, informar-se sobre as características do negócio e informar ao banco claramente a causa concreta pretendida e declarar adequadamente sua capacidade técnica de compreender o instrumento financeiro e sua condição econômico-financeira para suportar os riscos decorrentes do negócio.

A razoabilidade da conduta deve ser analisada segundo as características das partes, notadamente a experiência com o tipo de negócio em questão e a capacidade técnica para obter, divulgar e compreender as informações sobre o negócio.

A seguir analisaremos as consequências da falta de diligência na conclusão e na execução do negócio, podendo variar o resultado também de acordo com o elemento do contrato afetado pela ausência de consciência.

#### 4.7. Momento da violação do dever de informar

A violação do dever de informar deve provocar invalidade total ou parcial do contrato ou perda de eficácia – com direito atribuído à parte prejudicada de resolver o contrato – e o consequente dever de indenizar. Conforme debatido, os vícios de consentimento podem causar a nulidade total ou parcial do contrato, enquanto a simples violação de dever acessório de informar, que não ataca a causa concreta, portanto, deve ser resolvida em perdas e danos<sup>417</sup>.

---

<sup>417</sup> Em sentido contrário, por exemplo, a decisão de 18 de setembro de 2007, do Tribunal de Torino, “(b) La contrarietà a norme imperative considerata dall’art. 1418, comma 1°, cod. civ. quale causa di nullità postula che essa attenga ad elementi intrinseci della fatti- specie negoziale e quindi l’illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative ovvero per la formazione del contratto ovvero nella sua esecuzione non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a tali ipotesi. La violazione degli obblighi

Se a informação não fornecida referir-se à base do negócio, duas consequências são possíveis: impotência da autonomia para gerar o vínculo jurídico ou descumprimento de dever positivo de lealdade (infração da boa-fé) com a consequente obrigação de indenizar.<sup>418</sup>

A solução é bastante lógica: caso a violação do dever de conduta tenha ocorrido na fase de formação do contrato, o remédio será a indenização, uma vez que o contrato não pode ser anulado se falta não versar sobre qualidade essencial do contrato. A violação do dever de informar durante a execução do contrato ensejará, além da indenização, a possibilidade de resolver o contrato<sup>419</sup>, com as limitações que debateremos a seguir.

#### 4.7.1. Na formação do contrato

A violação do dever de informar na formação do contrato será relevante para a formação do consenso e equivalerá a um vício do consentimento – já amplamente debatido acima, ou não será, e, portanto, impotente para anular o contrato, sendo resolvida, eventualmente, em perdas e danos<sup>420</sup>.

Na formação do contrato, a violação do dever de informar poderá resultar em erro, dolo ou eventual dever de indenizar caso não afete elemento essencial do contrato.

#### 4.7.2. Na execução do contrato

Incialmente, cumpre esclarecer que se trata de informação no curso do contrato, não após a sua conclusão. Critica-se, pois, a imprecisão na expressão *informação pós-contratual*, especialmente considerado o modelo de contratação em que o banco presta

---

di trasparenza e correttezza dell'intermediario abilitato legittima invece l'investitore ad agire per la risoluzione del contratto di investimento e per il risarcimento del danno." SINCLAIR, Euan, Volatility Trading, p. 337

<sup>418</sup> ARAÚJO, Fernando, Teoria Econômica do Contrato, p. 582

<sup>419</sup> "I giudici ridimensionano in tal modo l'ambito di applicazione della nullità virtuale affermando che non può determinare nullità la violazione di regole, anche se imperative, che si riferiscono alla fase precontrattuale o alla fase esecutiva ma può comportare nullità solo la violazione di norme imperative che investono elementi intrinseci della fattispecie negoziale e quindi inerenti alla struttura o al contenuto del contratto. La violazione delle disposizioni che impongono agli intermediari autorizzati obblighi di comportamento, nella fase antecedente o in quella successiva alla conclusione del contratto, non incidono sulla validità dello stesso ma può avere rilievo sotto il profilo della responsabilità contrattuale o precontrattuale. I rimedi a disposizione dell'investitore sono quindi, secondo questa pronuncia della Cassazione, la possibilità di esercitare un'azione di risarcimento danni ai sensi dell'art. 1337 cod. civ. qualora l'investitore abbia violato gli obblighi di comportamento in fase precontrattuale, oppure la domanda di risoluzione del contratto con correlativo risarcimento del danno contrattuale qualora intermediario abbia violato gli obblighi di condotta in fase di esecuzione del contratto." Paola Bilancia, Gian Carlo M. Rivolta (org), Tutela del risparmio, authorities, governo societario, p. 289-290

<sup>420</sup> SCHIAVONE, Giovanni, La violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>> in Obbligazioni e contratti, p. 920

servizi finanziari di investimento e, per conseguenza, il contratto quadro si mantiene dopo l'acquisto del derivativo. L'obbligo di informare decorre, così, dal contratto quadro<sup>421</sup> e non è "posterior" a esso, ma si dà in tutta la sua durata<sup>422</sup>.

Secondo la giurisprudenza italiana più recente, l'obbligo di informare dopo la conclusione sarebbe limitato ai casi in cui esista – oltre al contratto di investimento in sé – un contratto di gestione tra l'investitore e l'istituzione finanziaria<sup>423</sup>. È importante distinguere tra contratti di massa e non standardizzati. Nel ultimo gruppo, si può presumere una partecipazione attiva delle parti nella relazione contrattuale – a partire dalla conclusione del contratto. Per conseguenza, anche la manutenzione dell'obbligo di informare sulle condizioni, fatti e previsioni che potrebbero portare alla rescissione del contratto.

È necessario anche comprendere la natura economica della relazione contrattuale. Una ipotesi frequente è il contratto di consulenza in investimenti che include la possibilità di conclusione di derivativi, come un contratto con una società di valori o un contratto di contrabbando, custodia e servizi correlati con la banca. Per meglio illustrare, il contratto standard *Isda – International Swaps and Derivatives Association*, pubblicato dal 1987, è composto da 3 parti: conferma – modulo con le condizioni dell'operazione; definizioni; e il *master agreement*, con le regole generali per i contratti di investimento<sup>424</sup><sup>425</sup>. Un'altra ipotesi è un contratto singolo in cui la controparte

---

<sup>421</sup> SARTORI, Filippo, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, p. 190-191

<sup>422</sup> CIAN, Marco, *Gli obblighi informativi degli intermediari in Le nuove leggi civili commentate*, p. 1212

<sup>423</sup> "Sulla questione in esame, la più recente giurisprudenza ha affermato che il dovere di successiva informazione si impone solo nel caso in cui al servizio di negoziazione si affianchi anche la prestazione del servizio di gestione in quanto tale servizio espone il cliente ad un più elevato rischio di abusi da parte dell'intermediario, mentre tale obbligo non sussisterebbe nel semplice caso di deposito di titoli in custodia. In tale ultimo caso, hanno affermato i giudici, non si potrebbe ritenere l'intermediario tenuto ad effettuare nemmeno la c.d. consulenza incidentale, posto che questa è disposta solo per il momento in cui il cliente, per effetto di una scelta compiuta di propria iniziativa, intende disinvestire." INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, *L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Ob.136*, p. 264

<sup>424</sup> "Al master agreement è allegato, come parte integrante dello stesso, uno Schedule (appendice) diviso in cinque parti. La prima è relativa all'applicazione di alcune clausole o alla specificazione di alcune definizioni contrattuali; la seconda contiene le attestazioni in materia fiscale; la terza elenca la lista dei documenti che le parti devono consegnare (documenti costitutivi, certificati fiscali, garanzie, ecc.); la quarta contiene disposizioni varie quali gli indirizzi delle parti, l'elezione di domicilio, la scelta della legge applicabile ecc.; l'ultima è normalmente in bianco disponibile per altre clausole che le parti vogliono aggiungere. L'intento pratico perseguito dall'ISDA, nell'adozione di questa struttura documentale, è di includere nell'appendice tutti gli elementi variabili del contratto. L'appendice, inoltre, è redatta in modo che le parti si debbano limitare solo a riempire gli spazi bianchi" IUDICA, Fabio, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, p. 84

<sup>425</sup> "In definitiva uno swap è regolato contemporaneamente da almeno tre documenti: a) la confirmation che contiene i termini e le condizioni dell'operazione; b) le Definitions, che spiegano i termini tecnici; c) un master agreement, che regola gli effetti del contratto ed il rapporto tra le parti. (...) L'Isda, come sopra detto, ha anche pubblicato una guida per la lettura e per l'uso dei contratti standard. A parte i vantaggi pratici che offre, questo



um banco. No primeiro caso, o dever de informar é mais amplo e, de certa forma, integra o objeto do contrato, como na contratação de consultoria<sup>426</sup>. Na segunda hipótese, o dever de informar deve ser interpretado com mais parcimônia. Em que medida deve a instituição financeira ser obrigada a alertar seus clientes sobre possíveis prejuízos decorrentes da manutenção de contratos derivativos?

Em qualquer caso se exige um mínimo de transparência pós-negocial, identificando as características dos contratos adquiridos quando a relação é estabelecida como contrato de assessoria<sup>427</sup>. Problema que não se cogita quando o contrato derivativo é celebrado de forma isolada, uma vez que a própria contratação ocorre com o debate das características do negócio.

---

documento assume rilevanza giuridica in sede interpretativa. In caso di dubbio su una o più norme o sulla loro applicazione, si ritiene che si debba ricorrere innanzitutto alla guida in quanto le parti, adottando la contrattualistica redatta dall'Isda, ne hanno accettato il procedimento formativo. Nel giugno del 1992 l'Isda ha pubblicato un nuovo modello di master agreement che innova sostanzialmente la precedente versione, la quale, peraltro, continua a rimanere utilizzabile." IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, p. 84-85

<sup>426</sup> "La comunicazione periodica deve essere analitica e deve dare una completa e chiara informazione sullo svolgimento del rapporto ed un quadro aggiornato delle condizioni economiche applicate; essa è costituita dal 'rendiconto' e dal 'documento di sintesi': nel primo sono riepilogate tutte le movimentazioni, le somme a qualsiasi titolo addebitate o accreditate e ogni altra informazione rilevante per la comprensione dell'andamento del rapporto; nel secondo, datato e progressivamente numerato a partire da quello allegato al contratto, sono indicati gli aggiornamenti rispetto al documento di sintesi consegnato al momento della stipula ed allegato al contratto, riportando tutte le condizioni in vigore, anche nel caso in cui queste non siano variate o siano state modificate in senso favorevole al cliente e, quindi, non abbiano formato oggetto di apposita comunicazione. In caso di variazione, le condizioni oggetto di modifica devono essere evidenziate graficamente. Le comunicazioni periodiche devono contenere, inoltre, le informazioni sull'eventuale esistenza di procedure per la 'portabilità' del contratto, facendo rinvio alle 'guide', qualora previste per il tipo di rapporto oggetto della comunicazione." PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), Trattato di diritto dell'economia, vol. VIII, p. 238

<sup>427</sup> AMOROSINO, Sandro (org), Manuale di diritto del mercato finanziario, p. 233

## 5. EFEITOS DA VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR

O dever de informar, conforme antes abordado, assume aspecto diverso ao longo da relação negocial, com diferente tratamento jurídico na fase de formação do contrato e execução do contrato.

Neste capítulo, discute-se como a violação do dever de informar afeta a relação contratual, em especial verificada no contrato derivativo. Para tanto, propõe-se pequena digressão para exame da teoria dos planos do negócio jurídico: existência, validade e eficácia. A partir da análise dos fundamentos legais pela ótica dos planos serão analisados os efeitos da violação do dever de informar.

Trata-se também da identificação de um conceito de negócio jurídico e da adoção de uma *teoria das nulidades*. Assim, metodologicamente parece mais correto apresentar a teoria adotada – controversa na doutrina – por meio da análise dos planos e das hipóteses de nulidade, para, em seguida, tratar dos efeitos da violação do dever de informar.

Trataremos de três efeitos próprios da violação do dever de informar, a saber: (i) anulação do contrato; (ii) indenização de prejuízos causados; e (iii) resolução do contrato por inadimplemento. Além disso, debateremos a resolução por onerosidade excessiva, que não é consequência da violação do dever de informar, mas tem uma ligação pragmática que esclareceremos oportunamente.

### 5.1. Considerações introdutórias

#### 5.1.1. Planos do negócio jurídico

Há uma enorme discussão doutrinária conceitual sobre a chamada *teoria das nulidades*. A principal divergência, contudo, parece referir-se à distinção entre existência e validade. Sob uma ótica pragmática, pretende-se responder a uma questão: em que situações e a partir de que momento deve o negócio jurídico deixar de produzir efeitos? Em sentido amplo, qualquer defeito do negócio implicará sua ineficácia parcial ou total. Assim, os negócios inexistentes, nulos, anuláveis – depois de serem anulados – ou meramente ineficazes, em sentido estrito, são todos, independentemente da teoria adotada, incapazes de continuar a produzir efeitos jurídicos.

Qual então o sentido prático de compreender a causa da inaptidão para produzir efeitos<sup>428</sup>? Trata-se de determinar o momento da cessação, bem como de definir o tratamento dos efeitos já produzidos. Em seguida, pretendemos especificar que violações do dever de informar provocam cada consequência.

De início, mencionamos o duplo sentido de eficácia. Em sentido amplo, refere-se a aptidão para produzir efeitos jurídicos, ou seja, negócios não maculados pela inexistência ou invalidade, em sentido estrito, à produção final de resultados. Há quem atribua outro sentido à eficácia, bastante parecido com a existência, como a capacidade de determinada declaração negocial ingressar no mundo jurídico e, portanto, passar pela preliminar avaliação de juridicidade<sup>429</sup>.

De acordo com o método proposto por JUNQUEIRA AZEVEDO, a análise das nulidades deve se operar de forma sequencial. Em primeiro lugar, se analisa a existência. Presente os elementos do negócio jurídico, ele existe, ausentes, teremos um ato jurídico em sentido estrito ou fato jurídico ou um fato irrelevante para o direito. Em seguida, o filtro da validade segundo os requisitos de validade indicará se o ato existente – os inexistentes não podem ser válidos, tampouco inválidos – é nulo, válido ou anulável. Neste ponto, importa fixar que os atos anuláveis serão nulos ou convalidados e, portanto, tratados na etapa

---

<sup>428</sup> “A importância de toda essa classificação é muito grande do ponto de vista prático (para não falarmos nos aspectos meramente didáticos que só por si a justificariam). Assim, se faltar, em determinado negócio jurídico, um elemento geral, ele não existirá como negócio; será um caso de negócio dito inexistente e, como tal, as regras jurídicas a aplicar não serão sequer as das nulidades; além disso, se o elemento geral faltante for intrínseco (ou constitutivo), aquela aparência de negócio (“negócio inexistente”) será fato jurídico, ou, quem sabe, se houver agente, poderá ser um ato jurídico não negocial, e a cada uma dessas situações corresponderão regras específicas. A exata identificação do negócio dentro de uma categoria, por outro lado, através da exata consciência dos elementos categoriais, é fundamental para se saber qual o regime jurídico a ele aplicável. Além disso, se, num negócio de certo tipo, faltar um elemento categorial inderrogável (ou se, mesmo sem faltar, se puder dar esse elemento como inexistente, para evitar que o negócio seja considerado nulo), aquele ato não existirá como negócio daquele tipo, mas há a possibilidade de convertê-lo em negócio de outro tipo (conversão substancial). O estudo dos elementos particulares, por seu turno, é de fundamental importância para saber se o caso comporta, ou não, nulidade parcial, ineficácia etc.” JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 40.

<sup>429</sup> “Il risultato, che così si prospetta nei suoi termini generici, appare fin da ora pienamente rispondente alla peculiare essenza dinamica del negozio. Basti ricordare che, mentre per gli altri fatti giuridici il diritto si limita a collegare alla fattispecie effetti da esso pienamente determinati, qui riconosce sostanzialmente l'autonomia privata, collegandovi effetti corrispondenti alle disposizioni delle parti. Il negozio acquista, dunque, significato giuridico, esiste come tale, in quanto diviene idoneo, per il riconoscimento del diritto, a costituire la fonte di tali effetti. La realizzazione dell'efficacia negoziale non si riferisce per contro alla esistenza, al concetto, ma appartiene ad un momento distinto, consequenziale, che, per essere rispondente alla funzionalità giuridica del negozio, merita altresì considerazione. Ciò posto, può continuarsi lo studio dell'efficacia nei termini prospettati: affrontarsi, dunque, partitamente l'esame dell'effetto negoziale in senso proprio e effetti finali.” SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 264

seguinte como válidos. Finalmente, os atos válidos poderão ser eficazes ou ineficazes em sentido estrito.

#### 5.1.1.1. Existência

Os atos inexistentes não devem produzir qualquer efeito no mundo jurídico<sup>430</sup>. A ausência dos elementos constituintes do negócio jurídico afeta de tal forma a sua concepção a ponto de desnatura-lo, tornando-o completamente ineficaz, no sentido de determinar a eliminação de qualquer efeito dali aduzido.

A existência trata de elementos do negócio jurídico. Presentes os elementos, o negócio existe; ausentes, o negócio será dito inexistente e, como tal, incapaz de produzir qualquer efeito jurídico.

Os elementos podem ser classificados de acordo com o nível de abstração em gerais, categoriais ou particulares. Os elementos gerais estão presentes em todo e qualquer negócio jurídico, os categoriais em todos os negócios de determinada categoria e os particulares se verificam apenas em um negócio concreto.<sup>431</sup>

É possível, assim, enumerar sem maior esforço os elementos gerais, subdividindo-os em duas categorias: os intrínsecos ou constitutivos: forma, objeto e circunstâncias negociais; e extrínsecos ou pressupostos: o agente, lugar e tempo do negócio.<sup>432</sup> Vale mencionar que os elementos pressupostos estão lá desde antes do negócio jurídico, mas é impossível que ocorra a declaração negocial sem um agente, em lugar nenhum e a nenhum tempo. Como adiante tratar-se-á, a validade tem que ver com características desses elementos. Assim, por vezes, nada se exige quanto ao tempo e ao lugar e, por essa razão, se descuida desses elementos.

Os elementos categoriais resultam do ordenamento<sup>433</sup>. Conforme já debatido ao tratar-se da importância da identificação de determinado negócio como típico, a escolha

---

<sup>430</sup> “La figura dell’inesistenza si prospetta però, anche per questa concezione, ma su basi diverse, rispetto alle quali poi, come si vedrà subito, viene a delinearsi proprio come nozione giuridica: segno innegabile, questo, della sua vitalità. Non può contestarsi che il negozio nullo, che si assume giuridicamente inesistente, produca qualche effetto per il diritto (i c. d. effetti indiretti), che possa eccezionalmente sanarsi, convertirsi in uno valido ecc. Sotto questo riguardo appare fondata l’opinione secondo cui il negozio nullo esiste per il diritto e va distinto dunque da quello inesistente, assolutamente improduttivo di effetti.”

SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 333

<sup>431</sup> “Resumindo este parágrafo, podemos, pois, dizer que elemento do negócio jurídico é tudo aquilo que lhe dá existência no campo do direito. Classificam-se, conforme o grau de abstração, em elementos gerais, isto é, próprios de todo e qualquer negócio; categoriais, isto é, próprios de cada tipo de negócio; e particulares, isto é, existentes, sem serem gerais ou categoriais, em determinado negócio.” JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, pp. 39-40

<sup>432</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 34

<sup>433</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 35

de um tipo de negócio, compra e venda, por exemplo, atrai uma disciplina específica. Por conseguinte, exige elementos categoriais, isto é, próprios da compra e venda – como o consenso sobre a coisa e o preço – para existir.

As categorias de negócios não se resumem a contratos típicos, mas podem referir-se a gêneros como contratos onerosos. É elemento categorial dos negócios onerosos o sinalagma genético e acordo sobre o sinalagma funcional nos contratos bilaterais<sup>434</sup>.

Os elementos categoriais podem ser essenciais ou naturais. Os primeiros são inderrogáveis pela vontade das partes, uma vez eleita determinada categoria, a norma cogente exigirá a presença dos elementos essenciais. Não é possível pactuar compra e venda sem consenso, tampouco negócio oneroso sem prestação e contraprestação como consequência daquela. Os elementos naturais estarão presentes sempre que não afastados pelas partes, decorrem de normas dispositivas, como a responsabilidade pela evicção na compra e venda<sup>435</sup>.

Os elementos particulares são sempre voluntários e, portanto, sua análise abrangente é impossível. Os mais comuns e, por isso, melhor regulados no ordenamento são termo, condição e encargo. Já foram chamados de acidentais, nomenclatura abandonada pela impressão equivocada de pouca importância; aliás, acerca da importância dos elementos particulares vale citar:

Enquanto que os elementos essenciais e naturais são legais, os acidentais são sempre voluntários. E também José Carlos Moreira Alves: Mas é preciso fazer uma advertência a respeito dos elementos acidentais; eles somente são acidentais se considerados abstratamente; se, num caso concreto, forem apostos ao negócio jurídico, tornam-se seus elementos essenciais, porque ficam intimamente ligados a eles. Assim, se se apuser uma condição ilícita (Caio pagará certa quantia a Tício, se este matar alguém) a um negócio jurídico, não apenas a condição será nula, mas todo o negócio jurídico.<sup>436</sup>

#### 5.1.1.2. Validade

A validade refere-se à presença de determinados requisitos de validade, características que devem apresentar os elementos do negócio jurídico para que sejam considerados regulares segundo o ordenamento jurídico. Enquanto a existência avalia se os

---

<sup>434</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 36

<sup>435</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 36

<sup>436</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 39

elementos estão ou não presentes; a validade investiga – uma vez estando presentes – se os elementos apresentam as qualidades necessárias para formar um negócio jurídico válido.

... se os requisitos são qualidades dos elementos, temos que: a declaração de vontade, tomada primeiramente com como todo, deverá ser: a) *escolhida com liberdade*; b) *querida com plena consciência da realidade*; c) *escolhida com liberdade*; d) *deliberada sem má fé* (se não for assim, o negócio poderá ser nulo, por exemplo, no primeiro caso, por coação absoluta, ou falta de seriedade; anulável por erro ou dolo, no segundo; por coação relativa, no terceiro; e por simulação, no quarto).<sup>437</sup>

O objeto deve ser lícito, possível e determinável e a forma é livre, exceto nos casos que a Lei exige forma especial. Em seguida, considerados os elementos extrínsecos, o agente deve ser capaz e legitimado para a prática do ato; quanto ao tempo e lugar, se não houver restrição legal especial, deverá ser o *tempo útil* e o *local apropriado*.<sup>438</sup>

#### 5.1.1.3. Eficácia

Acerca dos negócios existentes e válidos e apenas deles se pode perscrutar a eficácia. A eficácia guarda enorme relação com a causa nos negócios jurídicos, especialmente porque equivale à efetivação prática do interesse das partes e, por conseguinte, da função econômico-social do negócio<sup>439</sup>. É no momento da produção final dos efeitos, e apenas neste momento, que se pode avaliar a adesão real do contrato à causa-concreta. Sem prejuízo de se identificar antes da produção de efeitos a impossibilidade de determinado acordo atender aos interesses da parte contratante.<sup>440</sup>

---

<sup>437</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 43

<sup>438</sup> JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, p. 43

<sup>439</sup> “Il risultato, che così si prospetta nei suoi termini generici, appare fin da ora pienamente rispondente alla peculiare essenza dinamica del negozio. Basti ricordare che, mentre per gli altri fatti giuridici il diritto si limita a collegare alla fattispecie effetti da esso pienamente determinati, qui riconosce sostanzialmente l'autonomia privata, collegandovi effetti corrispondenti alle disposizioni delle parti. Il negozio acquista, dunque, significato giuridico, esiste come tale, in quanto diviene idoneo, per il riconoscimento del diritto, a costituire la fonte di tali effetti. La realizzazione dell'efficacia negoziale non si riferisce per contro alla esistenza, al concetto, ma appartiene ad un momento distinto, consequenziale, che, per essere rispondente alla funzionalità giuridica del negozio, merita altresì considerazione. Ciò posto, può continuarsi lo studio dell'efficacia nei termini prospettati: affrontarsi, dunque, partitamente l'esame dell'effetto negoziale in senso proprio e effetti finali.” SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 264

<sup>440</sup> Na hipótese de inaptidão lógica do arranjo contratual para efetivação da causa concreta, estaremos diante de provável erro. Cfr. nota 43.

Nesse sentido, fundamental afirmar que a eficácia conduz o negócio jurídico à sua função, cujo conteúdo é preenchido pelo exercício da autonomia privada<sup>441</sup>. Deverá ser ineficaz, portanto, todo contrato válido incapaz de atingir a função, ou causa concreta, para o qual foi estabelecido. Como já largamente discutido, nem sempre é possível extrair da declaração negocial a causa concreta do negócio. Aliás, sempre que a causa concreta integrar a própria declaração fica dispensado todo esforço interpretativo, uma vez que estaríamos diante do simples inadimplemento uma disposição do contrato, para o que o ordenamento prevê outras consequências.

Assim, uma vez identificada a causa concreta, bem como a impossibilidade de o negócio produzir efeitos finais com ela condizente, deve ser declarado ineficaz, ainda que existente e válido. Os chamados fatores de eficácia estão a serviço da consecução da causa concreta. Assim, é possível executar um teste lógico para enquadramento de um determinado evento como fator de eficácia, basicamente verificando se, na sua falta, ainda é possível atingir a causa concreta extraída das condições que circundaram a contratação.

#### 5.1.2. Informação como custo de transação

Outro aspecto relevante está no custo de obtenção da informação. Caso a informação esteja disponível publicamente, mas o custo de captação e organização dos dados necessários seja incompatível com os esforços para realização do negócio, essa informação potencialmente pública deve ser tratada como exclusiva ou inexistente, caso nenhuma das partes as tenha organizado.

Da mesma forma que se justifica a patente – para que determinados agentes invistam recursos no desenvolvimento de novas invenções e possam, por algum tempo, gozar de seu uso exclusivo juridicamente protegido – a possibilidade de manter as

---

<sup>441</sup> “Va rilevato ora, riprendendo il discorso, che gli effetti negoziali (finali) si contraddistinguono come figura giuridica (nel campo delle situazioni effettuali) per il modo o il contenuto che assumono. Si osserva al riguardo che mentre gli effetti giuridici, rispetto ad ogni altra fattispecie, costituiscono soltanto le modificazioni della realtà giuridica che valgono ad identificarla, gli effetti finali del negozio assumono altresì per definizione un contenuto peculiare; debbono essere appunto tali da soddisfare alla sua funzione. Per chiarire meglio questo punto, occorre tener conto del rilievo che nell’autoregolamento dei privati interessi assume il contenuto, ciò che le parti hanno disposto. I privati danno - giova ripeterlo - attraverso il negozio assetto ai propri interessi: l’ordinamento, nel riconoscere l’autonomia delle parti, vi collega necessariamente le situazioni giuridiche nuove, intese a tradurre sul piano del diritto il contenuto del regolamento. Tale contenuto, la funzione cui esso fa richiamo, costituiscono - come si è visto - il criterio per la determinazione degli effetti: correlativamente gli effetti corrispondono - e qui può parlarsi di un peculiare modo di essere degli stessi - secondo un criterio di approssimazione e adeguatezza al contenuto del negozio.” SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, p. 323

informações produzidas como segredo incentiva seu desenvolvimento. A regulação deve levar em conta as características dos destinatários da informação para, inclusive, liberar a instituição financeira de apresentá-las na hipótese de baixa ou nenhuma utilidade para o destinatário<sup>442</sup>. A ampliação exagerada do dever de informar impõe um custo de transação à negociação de derivativos que terminará por mitigar ou eliminar sua função social<sup>443-444</sup>.

### 5.1.3. Preço como informação acerca da escassez, informação econômica e financeira

Existem diversas teorias econômicas sobre o valor; a ideia prevalente de valor-utilidade fundamenta as relações de troca na utilidade esperada do objeto da troca. No mercado financeiro, a ideia de utilidade é conduzida à indicadores de retorno, risco e liquidez. Assim, qualquer operação de investimento no mercado financeiro leva em conta a possibilidade de converter o investimento e recursos livres – liquidez –, o retorno esperado em um determinado período e volatilidade ou risco de variação de valor do mercado do objeto da aquisição.

Nesse contexto em que se inserem os derivativos, a informação é ainda mais importante porque o valor de cada contrato é determinado pela informação disponível, mais precisamente sobre a expectativa média de rendimentos decorrentes do contrato, criada a

---

<sup>442</sup> “In particolare, l’esame delle finalità perseguite dalla disciplina dell’offerta al pubblico rendeva possibile concludere nel senso che tali finalità coincidessero essenzialmente con la tutela di soggetti ‘deboli’ o, meglio ‘disinformati’: comunque, con la tutela di soggetti ‘bisognosi di protezione’. Nel caso in cui l’operazione si indirizzasse esclusivamente a soggetti che non manifestassero tale necessità di tutela, l’applicazione delle regole delle offerte al pubblico si sarebbe rivelata, da un lato, sostanzialmente inutile, dall’altro, potenzialmente controproducente, in quanto volta ad imporre rilevanti oneri ai soggetti incisi dalla stessa, senza che ne conseguisse un’effettiva utilità. Gli orientamenti della Consob avevano così trovato formalizzazione in una previsione dell’ormai risalente (e abrogato) Regolamento n. 6430/ 1992, emanato tuttavia in carenza di un’esplicita norma primaria, e, pertanto, di dubbia legittimità.” ANNUNZIATA, Filippo, La disciplina del mercato mobiliare, p. 346

<sup>443</sup> “In quest’ottica si ritiene che se si vuole preservare la capacità del mercato di soddisfare desideri e bisogni si deve anzitutto incentivare, e non ostacolare l’acquisizione di informazioni da cui trarre poi, sul mercato, benefici economici, e far sì che le risorse vadano dove sono meglio usate o valorizzate. Ciò significa che in via generale non dovrebbe esistere un *duty of disclosure* che renda impossibile il trarre profitto dall’acquisizione di una particolare informazione e disincentivi i soggetti dal compiere sforzi per l’acquisizione di informazioni. Significa poi che occorre realizzare le condizioni per le quali entrambe le parti siano, a seguito della contrattazione, *better off*” DE POLI, Matteo, Asimmetrie informative e rapporti contrattuali, p. 74

<sup>444</sup> “Anche la ratio di una tale esclusione, che in passato ha dato origine a situazioni di abuso (al riguardo, si veda il Capitolo 3, par. 13), è ravvisabile nell’esigenza di bilanciare la tutela degli interessi degli investitori e le ragioni di efficienza e buon andamento del mercato: sarebbe del tutto inutile imporre agli emittenti i tempi ed i costi della predisposizione di un prospetto informativo, considerando che, nella fattispecie, gli investitori sono operatori e come tali già adeguatamente informati sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell’emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.” FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, p. 369



partir da informação<sup>445</sup>. A extensa disciplina sobre a hipótese de *insider trading* confirma a importância da informação para o mercado de valores mobiliários<sup>446</sup>.

A informação é, portanto, um elemento essencial dos contratos derivativos, mormente porque a “esperança”<sup>447</sup> comprada depende, fundamentalmente, da informação disponível a diferentes agentes sobre o objeto do contrato. Explicamo-nos. A expectativa sobre os resultados de um determinado derivativo depende da oscilação de preço ou de valor dos bens ou índices objeto do derivativo. Se as informações disponíveis ao adquirente do contrato fossem idealmente difundidas no mercado, a expectativa de retorno – considerados o risco e liquidez – seriam neutras em relação ao mercado. Isto é, a expectativa de retorno do adquirente do contrato seria equivalente à taxa livre de risco (SELIC, para o Brasil) mais um prêmio pelo risco e redução de liquidez.

Em oposição, se o adquirente julgar ter uma informação pouco disponível ao mercado, a expectativa de ganho com aquele contrato será muito superior ao prêmio pelo risco, especialmente porque ao ser difundida a informação restrita, o preço de mercado dos ativos objeto do derivativo será ajustado. A informação tem, pois, relação direta com o equilíbrio risco-preço, tanto no momento da contratação quanto durante a execução do contrato derivativo.

## 5.2. Anulação do contrato

A anulação do contrato é o remédio mais extremo para violação do dever de informar. É necessário, contudo, demonstrar que a ausência da informação teve um efeito dramático sobre a declaração negocial. Em outras palavras, tivesse o contratante acesso a informação a que tinha direito – sempre delimitado pela ignorância escusável – não teria contratado<sup>448</sup>. Ao contrário, se for possível demonstrar que a parte prejudica ainda assim teria celebrado o contrato, a solução se dará em perdas e danos (responsabilidade pré-contratual) ou em resolução por inadimplemento (responsabilidade contratual), caso a violação do dever tenha ocorrido na vigência do contrato<sup>449</sup>.

---

<sup>445</sup> GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, Mercato finanziario e tutela del risparmio, p. 161

<sup>446</sup> GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, Mercato finanziario e tutela del risparmio, p.171

<sup>447</sup> HIRATA, Augusto Jorge, Derivativos: o impacto do direito no desempenho da função econômica, p. 132

<sup>448</sup> DE POLI, Matteo, Asimmetrie informative e rapporti contrattuali, p. 361

<sup>449</sup> “La pubblicazione delle tre sentenze della Corte e Tribunale di Torino e del Tribunale di Novara non intende pertanto essere una rivisitazione della materia, di cui, una volta accantonato il non appropriato inquadramento della problematica entro gli schemi della nullità del contratto, sono stati posti più solidi paletti dal supremo Collegio incanalandone la definizione nei binari della responsabilità contrattuale e (eventualmente)

Entre a anulação do contrato e a resolução por inadimplemento, há quem defenda ser um falso dilema, dado que os efeitos práticos podem ser bastante próximos, a depender de como se calcula a indenização devida em caso de resolução por inadimplemento<sup>450</sup>. Note-se, entretanto, que reconhecer a vigência do contrato entre a sua celebração e o momento da resolução em comparação com reconhecer a nulidade do contrato, retirando-lhe todos os efeitos econômicos produzidos pode – quanto maior a duração do contrato – ter efeito patrimonial bastante distinto. A própria determinação do momento de resolução, em um *swap*, por exemplo, pode ter consequências econômicas importantes.

Em razão da gravidade da medida, defende-se, no direito italiano, que apenas em consequência de violação de lei pode haver nulidade. Assim, a violação de norma infra legal não poderia causar nulidade<sup>451</sup>. Da mesma forma, violação do dever de conduta não causa nulidade<sup>452-453</sup>. Trata-se da hermenêutica do artigo 1418 do Codice Civile, que estabelece as hipóteses de nulidade e as limita expressamente a situações previstas no código

---

precontrattuale.” COTTINO, Gastone, La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 607

<sup>450</sup> “Ma allora: nullità-inadempimento è ancora un vero dilemma? Sotto il profilo delle conseguenze della violazione delle regole di condotta poste dal TUF e dal Regolamento Consob francamente ne dubiterei. Se così, si apre indubbiamente qualche spazio in più alle difese degli intermediari. O, come si è visto, perché si tenga conto delle caratteristiche personali dell'investitore o – è il caso di Trib. Milano, 9 novembre 2005 – perché si siano escluse sia l'importanza dell'inadempimento che il nesso causale tra questo e il danno. Ciò potrebbe anche risolversi in un boomerang ai fini del risarcimento, circoscritto, se si applicano coerentemente i principi, al cosiddetto interesse negativo (sia nell'ipotesi di responsabilità ex art. 1338 c. c. per conoscenza delle cause di invalidità che in quelle di responsabilità precontrattuale; che peraltro l'ultima ora ricordata sentenza della Cassazione ancora, sulla scia dei propri precedenti, al minor vantaggio o al maggior aggravio economico della parte che li subisce), mentre abbraccia sia il danno emergente che il lucro cessante se si opti per l'inadempimento. Quindi consente (Trib. Rimini, 21 maggio 2005) la rivalutazione del debito perché di valore. Ogni soluzione, come si sa, ha il suo risvolto.” COTTINO, Gastone, Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, p. 540-541

<sup>451</sup> “Quando, infatti, il legislatore, sia nelle norme di cui alla legge 1/1991, sia poi in quelle del Tuf, ha espressamente previsto ipotesi di nullità relativa (o come si dice, di protezione), attribuendo unicamente al cliente la relativa legittimazione attiva, lo ha fatto con riferimento alla forma e al contenuto dei contratti d'intermediazione finanziaria; nessuna delle nullità previste si riferisce, invece, alla violazione di regole di comportamento gravanti sull'intermediario in ordine alle informazioni che deve fornire al cliente, al dovere di astenersi dal compiere operazioni in conflitto di interessi o inadeguate al profilo del cliente: regole di condotta, queste e altre, la cui violazione assume rilevanza, non ai fini della validità degli atti compiuti, bensì ai fini dell'eventuale giudizio di risarcimento, nei quali il legislatore ha espressamente posto a carico dell'intermediario l'onere della prova di aver agito con la necessaria diligenza. (articolo 13, ultimo comma, 1/1991; articolo 23, comma 6, Tuf).” MAZZINI, Francesco, La legittimazione attiva del contraente ‘copre’ solo la forma e il contenuto in *Guida al Diritto*, p. 56

<sup>452</sup> ROMEO, Filippo, *Informazione e intermediazione finanziaria in Le nuove leggi civili commentate*, p. 680-681

<sup>453</sup> LUISE, Salvatore, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario in Obbligazioni e contratti*, p. 701

em outras leis. Há um debate intenso na doutrina motivado por decisões de a favor<sup>454</sup> e contra a chamada nulidade virtual – ou não decorrente de violação expressa da lei.

No calor da discussão, defendeu-se que a norma de conduta não pode provocar nulidade porque a conduta não pode ser nula, mas apenas o contrato<sup>455</sup>. Trata-se de argumento falacioso. Em razão da violação do dever, há nulidade do contrato, não da conduta, por óbvio. A violação de dever de conduta causador de vício do consentimento, por exemplo, pode e implica anulação do contrato, aliás, os vícios do consentimento são apontados como exemplo antigo da criticada conexão entre violação de normas de conduta e a consequência de nulidade<sup>456</sup>.

Questão adicional surge quando o prestador de serviço financeiro e a contraparte no derivativo são pessoas distintas, muito comum, aliás, no mercado financeiro. Evidente que a violação do dever contratual de informar no contrato de investimento não

---

<sup>454</sup> Por exemplo, indica a capacidade da norma Consob para determinar a nulidade do contrato: ROMEO, Filippo, *Informazione e intermediazione finanziaria in Le nuove leggi civili commentate*, p. 675

<sup>455</sup> “Ciò premesso, bisogna però distinguere nettamente fra il contenuto del contratto e il comportamento della banca. La confusione fra questi due elementi è stata la fonte delle incertezze che hanno caratterizzato la giurisprudenza di merito prima dell'intervento delle Sezioni Unite. Se è la sola condotta dell'intermediario a violare disposizioni imperative, ciò non determina nullità del contratto. L'art. 1321 c.c. recita: “il contratto è l'accordo di due o più parli per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale”. Nullo può essere solo il ‘contratto’, vale a dire il risultato dell'accordo dei contraenti, non il ‘comportamento’ di una delle parli. Un esempio aiuta a chiarire il cancello che si intende esprimere. Se le parti inserissero nel contratto d'intermediazione finanziaria una clausola in contrasto con l'art. 21 TUF, tale pattuizione sarebbe nulla per violazione di disposizione imperativa. Si immagini che la banca e il cliente introducano nel testo contrattuale una pattuizione che dispensa l'intermediario dall'acquisire le informazioni necessarie dagli investitori e dall'operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Questa previsione sarebbe in chiaro contrasto con il tenore letterale dell'art. 21 comma 1 lett. b TUF. Siccome questa disposizione di legge è imperativa in quanto tutela interessi pubblici, tale clausola sarebbe nulla. Ma la situazione tratteggiata è radicalmente differente da quella riconducibile a un comportamento (unilaterale) illegittimo della banca. Le condotte scorrette delle parti (e segnatamente dell'intermediario) non entrano a far parte del programma contrattuale. Non vi è accordo sul punto e, dunque, non vi è - al riguardo - contratto. Ne consegue che non vi può essere nullità.” SANGIOVANNI, Valerio, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto in Il corriere del merito*, p. 980

<sup>456</sup> “Sennonché, un tale indirizzo giurisprudenziale, così fortemente espansivo dell'area della c.d. nullità virtuale (di quel tipo di nullità del contratto, di cui parla l'art. 1418, co. 1, c.c., che è causata dalla contrarietà a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente; norma che, secondo precedenti pronunce della stessa Cassazione, esprime un principio generale volto a sopperire a tutti quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagna una espressa previsione di nullità), è stato giustamente criticato, o quanto meno, ritenuto discutibile, dalla dottrina per aver perso di vista, soprattutto, la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento/responsabilità. ‘Le prime dicono se il contratto è valido o invalido; le seconde sul presupposto che il contratto sia valido, o comunque a prescindere dalla sua validità o invalidità - dicono se una parte ha diritto a sciogliersi dal contratto e/o a chiedere il risarcimento del danno in conseguenza di comportamenti scorretti e lesivi tenuti dall'altra parte’. Se è pur vero che ‘la distinzione non è mai stata assolutamente netta e millimetricamente rigorosa, bensì ha sempre conosciuto parziali interferenze e commistioni fra i due campi di regole: la materia dei vizi della volontà lo testimonia -, per lungo tempo tale distinzione è stata, comunque, abbastanza netta e rigorosa’ ”. MAZZINI, Francesco, *L'ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite in Diritto della banca e del mercato finanziario*, p. 707

deve causar a nulidade de contrato celebrado com terceiro<sup>457</sup>. Neste caso, resolver-se-á a violação em perdas e danos. É possível, contudo, que decorra da violação do dever de informar na relação entre cliente e banco, um vício do consentimento na relação entre investidor e emissor do contrato derivativo<sup>458</sup>. Neste caso, o contrato derivativo será anulado por erro e, possivelmente, não haverá dano suplementar a ser indenizado pelo banco. Ademais, o reconhecimento da nulidade da ordem de investimento, ou seja, do contrato derivativo, não afeta a vigência do contrato quadro<sup>459</sup>.

Conforme debatido, apenas o defeito em elemento intrínseco do contrato pode determinar a nulidade<sup>460-461</sup>. Questões relacionadas à elementos incidentais ensejarão tipo diverso de reparação.

É preciso cautela ao determinar a solução para violação do dever de informar. Não necessariamente a anulação do contrato será a alternativa de maior custo para o violador. Ainda assim, o orientador da decisão não deve ser simplesmente a alocação do prejuízo, mas as condições que cercaram a contratação ou a execução do contrato, a determinar a anulação, a resolução ou a indenização dos prejuízos causados com a manutenção do contrato.

Há polêmica inclusive em relação ao ônus da prova. Segundo Giuliani, incumbirá à parte mais forte, o banco, independentemente se o remédio para a violação for a anulação do contrato ou o ressarcimento do dano. O banco deverá demonstrar que informou suficientemente bem para a tomada de decisão de investimento consciente – seja para contratação ou manutenção de um contrato<sup>462</sup>. Todavia, parece mais precisa a análise de

---

<sup>457</sup> ROMEO, Filippo, *Informazione e intermediazione finanziaria in Le nuove leggi civili commentate*, p. 677

<sup>458</sup> “Attese le considerazioni svolte nel paragrafo precedente, non appare condivisibile il ragionamento della Suprema corte quando afferma che la violazione degli obblighi informativi da parte della banca, non è idonea a determinare l'invalidità della singola operazione perché, inerendo l'informativa alla mera convenienza di quest'ultima, la sua lacunosità non incide sulla formazione dell'accordo negoziale. Infatti, per la stretta connessione esistente, nei contratti in esame, tra 'convenienza' dell'operazione ed 'oggetto' della stessa (la prima in definitiva è una qualità essenziale del secondo) si ritiene che un'informazione inadeguata, da parte dell'intermediario, sui prodotti oggetto di negoziazione si riverbera irrimediabilmente sul processo formativo della volontà negoziale.” MANCINI, Alberto Mario, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso in Rassegna di diritto civile*, p. 76

<sup>459</sup> SANGIOVANNI, Valerio, *Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento in Obbligazioni e contratti*, p. 766

<sup>460</sup> ROMEO, Filippo, *Informazione e intermediazione finanziaria in Le nuove leggi civili commentate*, p. 679

<sup>461</sup> SCHIAVONE, Giovanni, *La violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>> in Obbligazioni e contratti*, p. 923

<sup>462</sup> “Se quindi la violazione dell'obbligo di astensione è sempre sanzionabile con la condanna al risarcimento del danno conseguente al compimento dell'operazione, non pare che la scelta tra il rimedio della nullità (oramai pacificamente escluso) o quello della responsabilità contrattuale comporti per il risparmiatore oneri probatori e di allegazione differenti: in entrambi i casi non solo non grava sull'investitore l'onere di dimostrare la sussistenza del nesso di causalità, ma l'intermediario non può nemmeno fornire la prova contraria se non per fatti del tutto successivi e autonomi, quali ad esempio l'eventuale raccomandazione di disinvestimento non

Mazzini, que prevê como uma das desvantagens do remédio indenizatório, a necessidade de demonstrar a extensão do dano. Na outra hipótese, de nulidade, o autor simplesmente terá direito a todos os custos decorrentes do contrato<sup>463</sup>. A reflexão de Mazzini contribui, inclusive, para afirmação da distinção patrimonial relevante entre anulação e resolução do contrato.

### 5.3. Resolução por inadimplemento

A resolução por inadimplemento é característica dos contratos sinalagmáticos<sup>464</sup>. Uma vez constatado o inadimplemento em relação a uma das prestações, surge a possibilidade de extinguir o vínculo contratual, mantendo um certo equilíbrio econômico. Em relação às consequências da resolução, discute-se a retroatividade. A resposta depende de ser o contrato de execução imediata ou sucessiva<sup>465</sup>. Em verdade, um refinamento da análise recomenda verificar se, no momento da resolução, havia um desequilíbrio entre o adimplemento de cada parte. Por exemplo, em um contrato de seguro, o segurado paga o prêmio e a seguradora cobre um risco equivalente a proteção de um interesse legítimo do segurado. Tome-se um contrato de 12 meses em que o prêmio é pago à vista. Caso a resolução por inadimplemento ocorra ao final do primeiro mês de contrato, a seguradora terá cumprido ou mal cumprido apenas 1/12 avos de sua obrigação, enquanto o

---

seguita dall'investitore.” FIORIO, Paolo, Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, p. 346

<sup>463</sup> “La via dell’azione di nullità del contratto d’investimento ha certamente un suo appeal: se ha successo, è quella che consente il miglior ristoro del danno subito, in quanto la declaratoria di nullità obbliga le parti alla ripetizione delle prestazioni rispettivamente ricevute sia con riguardo all’attribuzione patrimoniale principale che a quelle accessorie (art. 2033 c.c.), consentendo all’investitore di recuperare integralmente la somma impiegata nell’operazione, senza doversi assumere l’onere di provare tanto l’ammontare del danno subito, quanto la riconducibilità causale dello stesso alla condotta omissiva dell’intermediario, come invece accadrebbe con l’azione risarcitoria, che, se accolta, consente all’investitore un ristoro solo nei limiti del danno subito, sempre che, di fronte ad eccezioni dell’intermediario, egli sia in grado di dimostrare che il danno lamentato non era comunque evitabile con l’uso dell’ordinaria diligenza (art. 1227, co. 2, c.c.) o, addirittura, sia capace di provare l’assenza del proprio concorso colposo nella produzione del danno medesimo (art. 1227, co. 1, c.c.).” MAZZINI, Francesco, L’ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell’intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite in Diritto della banca e del mercato finanziario, p. 704

<sup>464</sup> “La résolution concerne plus précisément les contrats synallagmatiques. Elle est une sanction d’une mauvaise exécution de ces contrats.”, FABRE-MAGNAN, Muriel, De l’obligation d’information dans les contrats: essai d’une théorie, p. 468

<sup>465</sup> “Une controverse existe sur le point de savoir si la résolution est ou non rétroactive. En réalité, il ne semble pas que la réponse à cette question dépende du caractère instantané ou successif du contrat. La rétroactivité étant en principe acquise dès lors qu’il y a résolution du contrat, elle a lieu toutes les fois qu’elle est possible. Elle dépend donc de la nature des prestations fournies. Une prestation unique fournie instantanément peut très bien être irréversible, alors que des prestations successives peuvent très bien être restituables, même s’il est vrai que, dans les faits, l’inverse est plus fréquent.”, FABRE-MAGNAN, Muriel, De l’obligation d’information dans les contrats: essai d’une théorie, p. 469

segurado pagou integralmente o preço. Em caso de inadimplemento da seguradora, seria necessário considerar a devolução do prêmio ao segurado ao menos de forma proporcional. Fosse o contrário, isto é, caso o inadimplemento ocorresse pelo segurado – só possível com o pagamento a prazo – com superveniente sinistro, o contrato de seguro seria considerado resolvido e a seguradora estaria, portanto, liberada da obrigação de indenizar.

Note-se que a discutida retroatividade é limitada e não se confunde com a anulação do contrato, cujos efeitos são equivalentes à reparação integral da parte inocente. Uma vez anulado o contrato, se pretende que a indenização cubra todos os custos enfrentados pela parte em razão do contrato. A resolução será economicamente equivalente à anulação apenas na hipótese de se considerar o inadimplemento total de uma das partes, situação improvável considerada a natureza acessória do dever de informar.

Quando analisado o dever de informar de forma mais ampla, isto é, considerando qualquer relação contratual, a violação durante a execução do contrato geralmente não implica resolução, provavelmente pelo caráter acessório do dever de informar<sup>466</sup>. É preciso que o inadimplemento seja suficientemente grave para determinar a resolução do contrato. Neste ponto, a teoria se aproxima do erro substancial ou do inadimplemento substancial. A indagação acerca da seriedade do desvio é fundamental para determinação da consequência mais drástica.

Nesse sentido, a informação tratada pelo dever de informar não se refere à prestação principal – conforme já aventado, nos contratos cujo objeto é a informação, como os de consultoria ou transferência de *know-how*, a falha na transmissão da informação é simples inadimplemento, não violação do dever de informar –, daí a probabilidade elevada de sua violação não implicar a resolução do contrato.

Considerando mais especificamente o universo dos contratos derivativos, contudo, a análise ganha outros contornos. A resolução do contrato por violação do dever de informar, apesar de implicar certa polêmica quanto aos requisitos e a distinção da anulação, é amplamente aplicada<sup>467</sup>. O déficit de informação pode afetar drasticamente a utilidade das

---

<sup>466</sup> "Elle est donc réservée à la violation d'une obligation d'information ayant une incidence sur l'exécution d'un contrat. Il peut y avoir résolution du contrat lorsque la méconnaissance de l'information a entraîné une inexécution suffisamment grave des obligations nées du contrat. Mais nous n'avons trouvé aucun arrêt qui ait prononcé la résolution d'un contrat pour violation d'une obligation d'information. Cela s'explique sans doute par le fait que l'inexécution d'une telle obligation, qui est en général simplement accessoire, n'est jamais suffisamment grave pour justifier la résolution du contrat.", FABRE-MAGNAN, Muriel, De l'obligation d'information dans les contrats: essai d'une théorie, p. 468.

<sup>467</sup> "Ancor prima delle pronunce delle sezioni unite giurisprudenza attenta aveva individuato nella risoluzione del contratto per inadempimento uno dei rimedi per reagire alla violazione degli obblighi di informazione

prestações. Retomada a função de transferência de risco, a informação inadequada ou a falta de consciência sobre as condições que cercam o negócio pode determinar a completa inutilidade do contrato para a gestão de riscos pretendida pelas partes.

Assim, a possibilidade de resolução deve levar em conta se o inadimplemento do dever de informar foi suficientemente grave para afetar a causa concreta do negócio conforme razoavelmente se pode inferir daquela relação contratual. Isto é, ou expressamente declarada ou implícita de forma inequívoca. Caso tenha, pela ausência de informação, escapado o contrato da utilidade pretendida, será possível resolvê-lo. Caso contrário, a indagação se resumirá à discussão de eventual dano e consequente indenização.

#### 5.4. Dever de indenizar

Em caso de contrato válido, o dever de indenizar surge da violação do dever de comportamento, não de um defeito do negócio em si<sup>468</sup>. O inadimplemento de um dever de conduta no curso do contrato poderá, a depender de sua gravidade, ensejar a reparação patrimonial e até a resolução do contrato. A anulação, todavia, depende de um vício genético, isto é, capaz de atingir a declaração negocial e a formação do contrato<sup>469</sup>. O dever de

---

previsti dalla disciplina dei mercati finanziari. Tuttavia, considerando la complessità del rapporto contrattuale tra banca ed investitore, fondato su due distinti atti di autonomia privata (contratto d'investimento ed ordine d'acquisto), anche questa soluzione è suscettibile di critica, in primo luogo ponendosi il problema della qualificazione di tali obblighi in termini contrattuali ovvero precontrattuali, considerazione sufficiente di per sé a rendere meno immediato il ricorso a questo istituto. Essi attengono, infatti, sia alla fase precedente la stipula del contratto d'investimento, con specifico riferimento alla valutazione del profilo dell'investitore (*know your customer rule*), sia a quella precedente i singoli acquisti e funzionale agli stessi (la c.d. *suitability rule*).

Mentre si può escludere con certezza che alla violazione dei primi possa essere applicata la disciplina di cui agli artt. 1453 ss. cod. civ., residuando eventualmente soltanto profili di responsabilità ex art. 1337 cod. civ., per i secondi si pongono invece due ricostruzioni alternative, che non vengono però tra loro adeguatamente distinte dalla giurisprudenza. Occorre infatti accertare rispetto a quale contratto – d'investimento o d'ordine – essi debbano rilevare fondando una pronuncia di risoluzione giudiziale, ed in secondo luogo a quali condizioni possano soddisfare il requisito di gravità posto dall'art. 1455 cod. civ. per giustificare la rimozione retroattiva del vincolo.” BERTOLINI, Andrea, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati* in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, pp. 350-351

<sup>468</sup> SCHIAVONE, Giovanni, *La violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>> in Obbligazioni e contratti*, p. 924

<sup>469</sup> “Al contrario la violazione del dovere di informazione previsto dal t.u.f., ovvero dal relativo reg. n. 11522, integrerebbe la violazione di una normativa prescrittiva, di obbligo di comportamento (ossia di un dovere di informazione attivo e passivo) cui l'intermediario è tenuto in forza di un vincolo negoziale già sorto. Pertanto, l'inadempimento di tale dovere si tradurrebbe non già nella nullità del contratto, bensì nella violazione del generale dovere di correttezza nell'esecuzione del contratto, la quale rileva, come è noto, come causa di inadempimento (riguardando il momento funzionale del rapporto) e non quale causa di invalidità (non attenendo al momento genetico). Si tratterebbe di violazioni legate a nonne di condotta destinate a provocare vizi non genetici – incidenti cioè sulla conclusione del contratto – bensì funzionali, inerenti quindi ad un contratto già perfezionato e strumentali a rimedi diversi dalla nullità, quale la risoluzione del contratto e/o il risarcimento da inadempimento. Stando dunque a quest'ultimo orientamento, la sanzione della nullità potrebbe

indenizar é, pois, solução residual. Verificada a impossibilidade de anulação ou resolução, o remédio para a violação do dever de informar será a indenização.

Sobre o valor da indenização, é importante que o custo de reparação seja superior ao custo do comportamento diligente para prestação das informações<sup>470</sup>. Se o cumprimento do dever de informar for mais caro que as eventuais reparações, haverá um incentivo perverso para a instituição financeira descumprir o dever. Bem é verdade que a violação pode ocorrer em massa, enquanto a reparação depende da proatividade de cada prejudicado. Por essa razão, pode haver um grande desequilíbrio entre o valor dos danos sofridos e demandados e o custo para atendimento do dever de informar em inúmeras outras relações contratuais em que ou não houve dano, ou houve, mas o dano não foi demandado. A doutrina dos *punitive damages* surge justamente para solucionar resolver a questão do incentivo, mas não trata do enriquecimento sem causa do demandante. Pouco aplicada no Brasil, não será objeto de análise mais detalhada no presente trabalho.

## 5.5. Revisão do contrato

A revisão do contrato decorre necessariamente de uma das teorias da imprevisão e, por conseguinte, exige a constatação de um desequilíbrio econômico entre as prestações. Em princípio, portanto, o a revisão contratual por onerosidade excessiva não se liga à violação do dever de informar.

A despeito da clara independência entre os conceitos, os contratos derivativos geradores de conflitos são reconhecidamente causadores de desequilíbrio econômico. Quando o dever de informar é violado, mas não advém qualquer prejuízo para as partes contratantes, não se questiona a validade do contrato, a reparação de danos ou a resolução do contrato. A execução do contrato segue tranquilamente, sem maiores sobressaltos.

É, portanto, do ponto de vista prático que a revisão contratual por onerosidade excessiva pode ligar-se ao descumprimento do dever de conduta das partes. O déficit de informação normalmente é a causa da surpresa do contratante quando se verifica o

---

trovare ingresso solo qualora sia stata la conclusione stessa del contratto a porsi in contrasto con la legge e non quando il 'vizio' attenga all'adempimento delle obbligazioni siano esse di fonte legale o negoziale - da quel rapporto scaturite." CESIANO, Davide, Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite in Rivista di diritto societario, p. 622

<sup>470</sup> "Se si ha riguardo alla funzione deterrente dell'apparato rimediabile, la stessa regola può essere formulata in questi termini: l'intermediario sarà disincentivato dal comportarsi negligenemente, arrecando un danno all'investitore, se il costo marginale dell'azione diligente è inferiore al costo atteso della responsabilità; costo, quest'ultimo, da quantificarsi nel danno subito dal cliente." SARTORI, Filippo, Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela, p. 394



desequilíbrio. Vale dizer, a incompreensão do funcionamento do contrato e seus riscos potenciais levaram a um consentimento viciado ou a um agravamento inesperado do risco pós-contratação que, para a parte desinformada, era absolutamente imprevisível.

A esse respeito, vale mencionar as agências de rating como um agente externo à relação contratual que contribuem para delimitação da *álea normal*. Assim, derivativos com boa avaliação de risco deveriam apresentar pouca volatilidade, isto é, pouca variação de cotação em relação aos resultados esperados. Quando, ao contrário do esperado pelo *rating* obtido, a cotação do derivativo varia radicalmente; indaga-se inclusive acerca da responsabilidade da agência de *rating*.

Sem maiores elucubrações, conclui-se que a obrigação da agência de rating é de meio na prestação de seus serviços de classificação de riscos<sup>471 472</sup>. Todavia, não se pode afirmar que o parecer da agência de rating é irrelevante para tomada da decisão de investimento<sup>473</sup>.

Nesse sentido, vale o estudo da revisão dos contratos, considerando que a informação prestada na formação do contrato e durante a sua execução determina as

---

<sup>471</sup> “Nelle obbligazioni di mezzi il contenuto della prestazione non è predeterminato, ma il creditore è chiamato a definire il comportamento che configura adempimento dell'obbligazione dedotta in contratto, ricorrendo alle *leges artis* dello specifico settore professionale. Successivamente dovrà dimostrare la non conformità del comportamento tenuto dal debitore rispetto allo standard previsto, indicando quale regola dell'arte è stata violata. In un eventuale giudizio di responsabilità, pertanto, spetterà all'agenzia dimostrare in concreto la causa di non imputabilità dell'inadempimento, ovvero fornire prova liberatoria avente contenuto positivo. Ciò significa che Ferrata, inesatta e/o ritardata valutazione deve dipendere da eventi esterni assolutamente eccezionali e/o imprevedibili anche avvalendosi delle conoscenze tecniche più sofisticate, oppure che tali errori di valutazione scaturiscano da sofisticate alterazioni e/o falsificazioni dei dati forniti dal cliente, costituenti anomalie non rilevabili mediante il ricorso a procedure ordinarie.” MARIANELLO, Marco, La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente in *Obbligazioni e contratti*, p. 294

<sup>472</sup> “Il nodo della questione risiede nell'idea, ampiamente condivisa, che i suddetti principi e procedure rappresentino una sorta di 'soglia minima' del comportamento dovuto, la cui mancata osservanza determina un difetto di diligenza, senza possibilità di prova contraria, a fronte di quanti vi attribuiscono, ai fini della formazione del convincimento giudiziale, mero valore di indizio. Poiché assume particolare rilievo la circostanza che il giudizio di rating risulta naturalmente destinato alla circolazione sui mercati, l'advisor sarà chiamato, in caso di mancato, inesatto e/o tardivo adempimento nell'emanazione e/o revisione del giudizio valutativo, a fornire la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta ex art. 23, 6° co., d.lg. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.). Per converso, potrebbe affermarsi che l'utilizzazione di tali standards sarebbe idonea ad esimere l'agenzia di rating da responsabilità pur in presenza di una sequenza causale tra condotta e danno, dal momento che non debbono essere inserite all'interno del giudizio c.d. controfattuale le aspettative irrealistiche avanzate dal committente sull'infalibilità del giudizio formulato dall'agenzia(77). Ne consegue che i comportamenti posti in essere dal rater dovrebbero risultare determinabili secondo parametri antecedenti al verificarsi dell'evento dannoso, alla stregua dei comportamenti che di regola appartengono alla professionalità ed alla richieste dalla natura dell'incarico.” MARIANELLO, Marco, La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente in *Obbligazioni e contratti*, p. 298

<sup>473</sup> Por essa razão se critica a decisão do caso Parmalat vs. S&P que absolve agência de indenizar os prejuízos causados aos investidores sob a argumentação de que o rating não teria impactado diretamente o sucesso da emissão dos títulos pela Parmalat, MARIANELLO, Marco, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating in Obbligazioni e contratti*, p. 364

fronteiras da álea normal do contrato. As variações de preço e decorrentes prejuízos para além da informação disponibilizada para razoável compreensão podem ser consideradas imprevisíveis.

Dois pontos chave deve ser considerados na análise de desequilíbrio entre as prestações. Em primeiro lugar, se o desequilíbrio se refere aos direitos e obrigações contraídos ou ao conteúdo econômico do contrato. Em segundo lugar, se o desequilíbrio econômico surgiu de uma restrição de liberdade na manifestação da vontade de uma das partes<sup>474</sup>.

A teoria da imprevisão evolui em cada ordenamento jurídico, ao longo do século XX, de acordo com os reclames das transformações sociais. Em resumo absolutamente não perfunctório, tentar-se-á construir um panorama das teorias de imprevisão em alguns ordenamentos de mesma origem histórica romano-germânica.

#### 5.5.1. Direito Italiano

O código civil italiano de 1865, como a maioria das codificações de direito privado no mundo ocidental, sofreu drástica influência do *Code Civil* e, por conseguinte, se quer menciona a possibilidade de revisão ou resolução dos contratos. Em que pese as já evidentes necessidades sociais, a lei italiana de 1865 é construída sob o paradigma da autonomia da vontade plena.

Com o advento da guerra e seus consequentes desequilíbrios econômicos, promulga-se o Decreto-lei nº 739, de 27 de maio de 1915, que estabelece a guerra como causa de força-maior e permite expressamente a revisão dos contratos cuja prestação torne-se não apenas impossível, mas excessivamente onerosa<sup>475</sup>. Apesar do uso da força maior, há clara distinção da aplicação tradicional para permitir a revisão de contrato cujo adimplemento não é materialmente impossível, mas demasiadamente oneroso.

O Código Civil vigente, datado de 1942, posto em vigor no curso da Segunda Guerra Mundial, prevê a resolução por onerosidade excessiva, como era de se esperar.

Art. 1467 Contratto con prestazioni corrispettive

Nei contratti a esecuzione continuata o periodica ovvero a esecuzione differita, se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale

---

<sup>474</sup> DE NOVA, Giorgio, *Il contratto alieno*, p. 30

<sup>475</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, p. 52

prestazione può domandare la risoluzione del contratto, con gli effetti stabiliti dall'art. 1458 (att. 168).

La risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto.

La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto (962, 1623, 1664, 1923).

Interessante notar que o código expressamente veda a possibilidade da aplicação da resolução do contrato nas hipóteses em que a onerosidade excessiva esteja contida na álea normal do contrato. *A contrario sensu* conclui-se que o ordenamento italiano aceita a revisão de contratos aleatórios, desde que o fato superveniente que acarrete a onerosidade esteja além da “álea normal”. A dificuldade está na definição do conceito de álea normal. Voltaremos a esta questão – da álea normal – na análise no direito brasileiro.

#### 5.5.2. Direito Alemão

Apesar dos esforços de Windscheid<sup>476</sup>, o BGB – Código Civil Alemão de 1896 – não contempla a possibilidade de revisão dos contratos. A Alemanha do século XX é, contudo, cenário de intensas modificações de conjuntura econômica, em razão das duas grandes guerras. A necessidade de revisão dos contratos decorrentes da hiperinflação era fundamental para evitar uma crise generalizada de inadimplemento dos contratos e insolvência, contribuindo para o agravamento da já terrível situação econômica.

Não houve, contudo, ao contrário do ocorrido em outras ordens jurídicas, inovação legislativa no sentido do acolhimento da teoria da imprevisão. Coube à jurisprudência alemã o emprego de outros dispositivos, notadamente as disposições sobre a boa-fé e a impossibilidade superveniente, para justificar a aplicação da teoria da imprevisão<sup>477</sup>. É no mesmo período que Karl Larenz dá novo impulso à teoria da base do negócio jurídico. Importa para a revisão do contrato a vertente objetiva da teoria da base: modificada a situação fática em que foi celebrado o contrato de forma a tornar impossível a consecução dos fins pretendidos pelas partes, não há sentido ou utilidade em manter válido o contrato<sup>478</sup>.

Apenas na reforma de 2002 do BGB o ordenamento alemão acolhe em disposição normativa a teoria da imprevisão:

---

<sup>476</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, p. 45

<sup>477</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, pp. 47-48

<sup>478</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, p. 83

### Section 313

#### Interference with the basis of the transaction

(1) If circumstances which became the basis of a contract have significantly changed since the contract was entered into and if the parties would not have entered into the contract or would have entered into it with different contents if they had foreseen this change, adaptation of the contract may be demanded to the extent that, taking account of all the circumstances of the specific case, in particular the contractual or statutory distribution of risk, one of the parties cannot reasonably be expected to uphold the contract without alteration.

(2) It is equivalent to a change of circumstances if material conceptions that have become the basis of the contract are found to be incorrect.

(3) If adaptation of the contract is not possible or one party cannot reasonably be expected to accept it, the disadvantaged party may revoke the contract. In the case of continuing obligations, the right to terminate takes the place of the right to revoke.

### Section 314

#### Termination, for a compelling reason, of contracts for the performance of a continuing obligation

(1) Each party may terminate a contract for the performance of a continuing obligation for a compelling reason without a notice period. There is a compelling reason if the terminating party, taking into account all the circumstances of the specific case and weighing the interests of both parties, cannot reasonably be expected to continue the contractual relationship until the agreed end or until the expiry of a notice period.

(2) If the compelling reason consists in the breach of a duty under the contract, the contract may be terminated only after the expiry without result of a period specified for relief or after a warning notice without result. Section 323 (2) applies with the necessary modifications.

(3) The person entitled may give notice only within a reasonable period after obtaining knowledge of the reason for termination.

(4) The right to demand damages is not excluded by the termination.

O BGB vigente não trata expressamente a revisão de contratos aleatórios, mas fica evidente a adoção de paradigma diverso do direito brasileiro. O dispositivo antecedente § 313, trata da adaptação, da revisão do contrato em caso de onerosidade excessiva. Uma vez superada a possibilidade de revisão, o § 314 trata da resolução do contrato. Trata-se de solução mais moderna, privilegiando a continuidade do contrato. O direito brasileiro, como se verá a seguir, traz como regra a extinção do contrato.

### 5.5.3. Direito Português

O código Seabra de 1867, claramente influenciado pelo pensamento liberal, não previa a possibilidade de revisão dos contratos. Da mesma forma que nos ordenamentos anteriormente mencionados, o português identifica a necessidade de revisão dos contratos em razão dos desequilíbrios financeiros resultantes da guerra<sup>479</sup>.

Como as codificações ocorridas após as grandes guerras, o Código Civil português de 1966 contempla expressamente a teoria da imprevisão:

ARTIGO 437º (Condições de admissibilidade)

1. Se as circunstâncias em que as partes fundaram a decisão de contratar tiverem sofrido uma alteração anormal, tem a parte lesada direito à resolução do contrato, ou à modificação dele segundo juízos de equidade, desde que a exigência das obrigações por ela assumidas afecte gravemente os princípios da boa fé e não esteja coberta pelos riscos próprios do contrato.
2. Requerida a resolução, a parte contrária pode opor-se ao pedido, declarando aceitar a modificação do contrato nos termos do número anterior.

A despeito de não disciplinar expressamente os contratos aleatórios, o texto do código português menciona a “alteração anormal” e os “riscos próprios do contrato”. Há, por conseguinte, elementos para o delineamento das condições que ensejariam a revisão dos contratos aleatórios. Assim como no ordenamento italiano, busca-se a fixação da fronteira normal da alteração das circunstâncias. Trata-se de um problema fundamentalmente estatístico: é normal a alteração de condições que ocorre com certa frequência.

Há, todavia, determinadas situações sobre as quais não existe repetição histórica suficiente para uma análise probabilística. Ademais, não é tarefa fácil determinar que frequência de repetição permitirá classificar o fato como normal. Por exemplo, uma série de atentados terroristas foram perpetrados no território americano, poder-se-ia dizer, por conseguinte, que o atentado terrorista de 11 de setembro era previsível ou o contrato de seguro patrimonial dos prédios pode ser resolvido por onerosidade excessiva?

---

<sup>479</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, p. 55

#### 5.5.4. Direito brasileiro

Pode-se inferir que, no sistema de nosso código civil, não há disposição expressa instituindo como regra a aplicação da antiga cláusula *rebus sic stantibus*. Nem tão pouco qualquer dispositivo que, declaradamente, a repila.<sup>480</sup>

A obra de Paulo Carneiro Maia, origem da citação em epígrafe, é de 1959. O Código Civil Brasileiro de 1916, como era de se esperar, influenciado pelos ideais iluministas e liberais prevalentes no século anterior, nada dispunha sobre a possibilidade de resolução ou revisão dos contratos com fundamento da teoria da imprevisão.

A produção legislativa pátria, bem como a doutrina, foi historicamente influenciada pela evolução de outros ordenamentos. Como é de amplo conhecimento, a referida influência externa implica certa demora na reprodução de inovações no campo jurídico. Apesar de mais de um século depois da Revolução Francesa e da promulgação do *Code Civil*, o direito privado brasileiro mantinha claramente o paradigma da autonomia da vontade.

Coube à jurisprudência, como em outros ordenamentos, premida pela realidade social, desenvolver a teoria da imprevisão no ordenamento nacional, apesar da ausência de dispositivo legal. Muito com base na linha hermenêutica proposta por Paulo Carneiro Maia, isto é, apesar de não prever a teoria da imprevisão, o código vigente também não a vedava.

Até a promulgação do Código Civil de 2002, a aplicação da teoria da imprevisão, segundo o levantamento jurisprudencial de Rogério Donnini<sup>481</sup>, é tímido: dos casos analisados, a grande maioria negava a revisão dos contratos com base na teoria da imprevisão.

O código de 2002 relativiza o princípio da autonomia da vontade e adota orientação claramente diversa do diploma anterior. O *pact sunt servanda*, tão claro no código de 1916, é limitado pela função social e pela boa-fé. Interessante notar que a positivação da teoria da imprevisão veio acompanhada de limitação mais ampla à autonomia privada, de forma que, por vezes, a hipótese de onerosidade excessiva acaba por ser tratada como descumprimento da função social do contrato, ou execução em desacordo com a boa-fé.

Esse fenômeno de ampla suavização da obrigatoriedade dos contratos, fundado em uma busca por justiça social normalmente sem grande solidez jurídica, leva ao

---

<sup>480</sup> MAIA, Paulo Carneiro, Da clausula rebus sic stantibus.

<sup>481</sup> DONNINI, Rogério Ferraz, A revisão dos contratos no código civil e no código de defesa do consumidor

uso impreciso dos conceitos abertos de boa-fé e função social. Diante disso, o avanço da limitação da autonomia privada pelos referidos institutos, retira o espaço próprio da aplicação da teoria da imprevisão. Esta é a provável causa da pouca jurisprudência sobre o tema mesmo após o Código Civil de 2002.

No que se refere aos contratos aleatórios, o dispositivo legal traz poucos elementos para uma interpretação em um ou outro sentido:

Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

Art. 479. A resolução poderá ser evitada, oferecendo-se o réu a modificar equitativamente as condições do contrato.

Emergem duas conclusões dos dispositivos. A primeira, como já referido, diz respeito ao privilégio da resolução em detrimento da reforma do contrato, em desacordo com o princípio da manutenção dos contratos. A segunda concerne aos requisitos para aplicação da teoria da imprevisão com base no art. 478. Para que possa ser resolvido, o contrato não pode ser de execução imediata – o que decorre da lógica, na execução imediata inexistente chance de haver alteração de circunstâncias entre o momento da contratação e da execução do contrato. Em seguida, é necessário que uma das prestações seja excessivamente onerosa. Apesar do texto bastante claro, a “extrema vantagem para outra” é refutada pela doutrina como requisito necessário à ocorrência da onerosidade excessiva<sup>482</sup>. E, por fim, a onerosidade excessiva deve resultar de eventos extraordinários e imprevisíveis.

Encontra-se na definição da imprevisibilidade e do caráter extraordinário a resposta para possibilidade de aplicação da teoria revisional aos contratos aleatórios. O texto normativo não exige que o contrato seja comutativo, mas há quem defenda serem as variações de circunstâncias em torno dos aleatórios necessariamente ordinárias e previsíveis. Isso porque, a própria eleição do tipo contratual demonstra que as partes previam variação das condições.

Fixada a polêmica, passamos a breve levantamento doutrinário.

---

<sup>482</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, *Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão*, pp. 146-148

As obras de Maria Helena Diniz<sup>483</sup> e Orlando Gomes, na década de 90, indicavam claramente a impossibilidade de aplicação da teoria da imprevisão aos contratos aleatórios: “A rescisão por onerosidade excessiva cabe unicamente nos contratos comutativos. Nos aleatórios, obviamente não se justifica.”<sup>484</sup> Na mesma linha, Regina Beatriz Tavares da Silva e Carlos Alberto Dabus Maluf, na atualização da obra de Washington de Barros Monteiro, datada de 2010, definem que o equilíbrio econômico entre as prestações é pressuposto de aplicação da teoria da imprevisão<sup>485</sup>.

O Otavio Luiz Rodrigues Junior, em sua obra publicada originalmente em 2002, defende que: “a comutatividade também é exigida, embora se possa rever as cláusulas não aleatórias de contratos dessa natureza.”<sup>486</sup> Interessante a posição que parcela a avaliação do contrato em cláusulas aleatórias e cláusulas não aleatórias. Implica necessariamente que a variação de circunstâncias em torno do objeto do contrato derivativo não ensejará revisão.

Antonietta Lynch apresenta muito sinceramente a questão. Segundo a autora, se a variação estiver adstrita à álea normal do contrato, não há possibilidade de revisão, ao contrário, se a alteração situacional representar álea extraordinária é possível rever o contrato<sup>487</sup>. O difícil – diz ela – é determinar os limites da álea normal. Acrescenta a autora que, no atual estado de desenvolvimento, quase tudo pode ser previsto. Nesse sentido, Venosa<sup>488</sup> aceita a aplicação excepcional aos aleatórios quando fato extraordinário esteja além da álea normal do contrato.

Ao tratar dos requisitos para aplicação da teoria da imprevisão, Flávio Tartuce cita o Enunciado 366, da IV Jornada de Direito Civil, “Art. 478. O fato extraordinário e imprevisível causador de onerosidade excessiva é aquele que não está coberto objetivamente pelos riscos próprios da contratação.”

O enunciado não trata expressamente do aproveitamento da teoria para os contratos aleatórios, mas oferece critérios que permitem inferir a aplicação, como sugere a doutrina antes citada: os contratos aleatórios podem ser revistos, desde que o fato imprevisto não esteja abarcado no risco inerente ao contrato.

---

<sup>483</sup> DINIZ, Maria Helena, Tratado teórico e prático dos contratos, “O órgão julgante deverá, para lhe dar ganho de causa, verificar a ocorrência dos seguintes requisitos: a) a vigência de um contrato comutativo de execução continuada (RTJ, 68:95)”

<sup>484</sup> GOMES, Orlando, Contratos, p. 179

<sup>485</sup> MONTEIRO, Washington de Barros, SILVA, Regina Beatriz Tavares da e MALUF, Carlos Alberto Dabus, Curso de Direito Civil

<sup>486</sup> RODRIGUES JUNIOR, Otavio Luiz, Autonomia da Vontade e Teoria da Imprevisão, p. 144

<sup>487</sup> LYNCH, Antonietta, Resolução e Revisão do Contrato por Onerosidade Excessiva

<sup>488</sup> VENOSA, Sílvio de Salvo, Direito civil



É possível, contudo, também concluir em sentido diverso, como faz o autor português Antunes Varela<sup>489</sup>, “A resolução do contrato, versada nos artigos 432 e segs. tem o seu campo predominantemente de aplicação nos contratos bilaterais ou sinalagmáticos, aproveitando assim à grande massa dos contratos a título oneroso, que são simultaneamente contratos bilaterais.” Lembrando que o código civil português, assim como o referido enunciado, também menciona a aplicação apenas para eventos além dos riscos próprios do contrato.

Nelson Borges propõe a inovadora divisão didática da álea em três: (i) natural, de todos os contratos, que inclui eventos como o inadimplemento; (ii) extracontratual, referente a “aura do contrato”, ao conjunto de condições externas que afetam a execução do contrato; e (iii) a álea *sui generis* do contrato, razão pela qual é dito aleatório. Segundo propõe o autor, apenas a segunda espécie de álea dá ensejo a revisão.

Ao firmarem contrato aleatório, as partes de certa forma deliberam também acerca da incerteza que pretendem contratar. No contrato de seguro de automóvel, por exemplo, a ocorrência do sinistro – furto, roubo, acidente – está adstrita a álea *sui generis* do contrato de seguro. O segurado tem a justa expectativa de receber sua indenização. Por outro lado, muitas das condições gerais explicitam o conceito de álea anormal, ou extracontratual, em suas exclusões de cobertura. Via de regra, os seguros de bens não cobrem, por exemplo, danos decorrentes de guerra ou de “perturbações de ordem pública”. Com as recentes manifestações públicas violentas e a destruição de patrimônio privado, é provável que o judiciário receba uma série de demandas sobre a interpretação das cláusulas do contrato de seguro. Nesses casos não seria necessário recorrer a teoria da imprevisão por tratar-se de exclusão expressa no contrato. Mas na ausência de exclusão expressa, seria possível que a seguradora deixasse de indenizar – pedindo a resolução do contrato – sob a alegação de evento além da álea normal do contrato?

A mesma lógica aplica-se ao dever de informar. Sempre que a informação detida influir sobre a álea normal do contrato, a parte credora da informação terá o ônus de informar-se a respeito, considerando que tenha acesso à informação. Todavia, caso a informação detida verse sobre alteração extraordinária das condições que cercam o contrato, surge o dever de informar.

---

<sup>489</sup> VARELA, João de Matos Antunes, Das Obrigações em Geral

## 6. ANÁLISE DE CASOS

Os casos mais alardeados de prejuízo decorrente de contratos derivativos das empresas Sadia e Aracruz não suscitaram maiores debates jurídicos sobre a eficácia ou validade dos contratos. As empresas, devedoras de valores bilionários em razão da desvalorização do real frente ao dólar na segunda metade do ano de 2008, não questionaram a aplicação da regra prevista no contrato.

A Sadia demitiu seu diretor financeiro e reconheceu o problema de governança, na estrutura em que a mesma pessoa era responsável pela tomada e controle de risco financeiro. Antes da crise, mesmo com uma dívida de mais de R\$ 2 bilhões, a Sadia registrava lucro financeiro. Vale dizer, as operações com derivativos eram tão lucrativas que permitiam pagar os juros do endividamento de R\$ 2 bilhões com sobra. O processo administrativo na Comissão de Valores Mobiliários condenou o diretor financeiro e membros do conselho de administração pela conduta negligente no controle de riscos das operações.

O caso Aracruz teve solução bastante parecida, apesar de ter sido resolvido em acordo após suspensão do processo em razão de falhas no inquérito, fica evidente o reconhecimento da questão de governança na medida em que os administradores investigados se comprometem ao pagamento de valores superiores às multas que sofreriam caso condenados, em troca do afastamento de outras sanções como a inabilitação temporária para administração de companhias abertas.

Não há um volume suficiente de julgados sobre dever de informar em contratos derivativos a justificar uma análise quantitativa de jurisprudência no Superior Tribunal de Justiça ou no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Alternativamente, preferimos analisar com mais detalhe alguns julgados do STJ, e um caso italiano, que debate a violação da causa concreta do negócio.

### 6.1. Tribunale Civitavecchia, ord. 8.6.2011

O julgado em análise deferiu a concessão de medida cautelar para suspender os efeitos de contrato de *swap* celebrado entre uma distribuidora de roupas e um banco. Com efeito, a empresa deseja adquirir um imóvel em Roma no valor EUR 15,3 milhões. Correntista do Banco há muitos anos, a empresa contratou um *leasing* que lhe assegurava o direito de usar o imóvel exclusivamente por 180 meses e conferia, ao final, a opção de compra. O contrato previa uma “taxa de antecipação” de EUR 3,366 milhões, parcelas

mensais de EUR 80,451 mil e preço de exercício da opção de EUR 3,060 milhões. As parcelas e o preço de exercício seriam corrigidos a cada três meses pela taxa Euribor act/365, mais um spread de 1,15% a.a.

A empresa contratou ainda um *swap* com o mesmo banco com o objetivo de proteger-se da variação da taxa de juros, em 30 de janeiro de 2007. Note-se que o contrato de *swap* prevê uma troca de fluxos de caixa segundo uma determinada regra, de acordo com um valor de referência – *notional value*. Nesse caso, a operação subjacente é o contrato de *leasing*. Quanto maior a taxa Euribor, maior o custo da empresa com juros. O *swap* como hedge para esta operação funciona de forma inversa, quanto maior a taxa de juros, mais o banco para à empresa.

Para contratação desse tipo de operação, a empresa prestou, no momento da contratação, declaração de enquadramento como investidor qualificado. Este ponto é fundamental para o julgamento.

Ocorre que, com a crise de 2008, as taxas de juros se reduziram drasticamente. Assim, o *swap* gerou a previsível obrigação de pagamento da empresa para o banco. Em tese, o ganho obtido na operação de *leasing* com a redução da taxa de juros seria despendido no contrato de *swap*. Em 05 de maio de 2008, a empresa solicitou a extinção antecipada do contrato de *swap*, que foi acordada com o banco mediante o pagamento de EUR 100 mil. Em seguida, celebraram novo contrato de *swap* denominado *fre floater* com valor de referência de EUR 11,8 milhões – provável montante do valor em aberto do *leasing* naquela época. O julgado constata que:

Abbiamo evidenziato che il contratto swap IRS fix floater non risulta consono rispetto al contratto di locazione finanziaria erogato in quanto: la struttura dei pagamenti non è adeguata rispetto alle esigenze di copertura della società (sotto determinate condizioni sai (Omissis) che (Omissis) pagano il tasso Euribor 3 mesi); vi è una divergenza tra i tassi sottostanti (Euribor 3 mesi – Euribor 365). Anche nel contrasto IRS plain vanilla sottoscritto in data 31 gennaio 2007 ed estinto in data 5 maggio 2008 abbiamo riscontrato una divergenza nei tassi di interesse, in quanto nel contratto di locazione la società corrisponde il tasso Euribor 365, mentre nello swap il tasso Euribor ter mesi<sup>490</sup>.

---

<sup>490</sup> Tribunale di Civitavecchia, ord. 8.6.2011 e ord. 1.8.2011 in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 138

Vale dizer, os *swaps* contratados eram incapazes de promover o *hedge* especialmente porque a operação subjacente e o derivativo tinham fluxos de pagamentos e taxas de juros diferentes. Apesar de parecer um detalhe, as taxas de juros Euribor 3 meses e Euribor 365 são bastante divergentes. Isso porque, se referem não a taxas equivalentes em prazos diversos, mas taxas aplicáveis a operações diversas. A Euribor é semelhante ao nosso CDI, utilizado como referência para o mercado interbancário. Contudo, ao contrário da prática nacional, se publicam taxas para operações de diferentes prazos, de 1 semana até 12 meses. Por vezes, a taxa de curto prazo pode ser negativa e a de longo prazo positiva, e vice-versa. Ainda mais em um momento de turbulências no mercado financeiro como foram os anos que sucederam a crise de 2008. Nesse sentido, a divergência entre as taxas é bastante grave e foi imputada, na decisão, ao déficit de informação:

La carenza di un'adeguata informazione al cliente in ordine alle caratteristiche peculiari e all'elevato rischio sottomesso ai prodotti finanziari di cui è causa, sopra evidenziata, in una con l'inadeguatezza degli strumenti finanziari stessi rispetto allo scopo perseguito, inducono a ritenere, ad un esame sommario della fattispecie qual è quello imposto dalla natura cautelare del presente procedimento, la sussistenza del requisito del *fumus boni iuris*.<sup>491</sup>

A incapacidade de o contrato servir para o objetivo pretendido pela parte contratante funda-se na criticada<sup>492</sup> teoria da violação da causa concreta. Nesse caso, assemelha-se ao erro substancial quanto ao objeto do contrato. Isso porque, a empresa acreditava estar contratando um *hedge*, com taxa de juros e fluxo de pagamentos equivalente ao *leasing*, portanto, mas contratou algo diverso. Infelizmente, a decisão analisada é liminar e deixa de comparar os resultados econômicos do contrato efetivamente celebrado com o *swap* capaz de promover o *hedge* perfeito. Contudo, dois elementos reforçam a aparência de abusividade da conduta do banco: (i) o fato de a empresa ser correntista de longa data e o banco ter aceitado a declaração de investidor qualificado como boa, apesar de ter em seus arquivos informações suficientes para concluir pela incapacidade da empresa<sup>493</sup>; (ii) a cobrança de comissões indiretas no importe de EUR 366.647, parte substancial do prejuízo

---

<sup>491</sup> Tribunale di Civitavecchia, ord. 8.6.2011 e ord. 1.8.2011 in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 138

<sup>492</sup> Por Roppo, por exemplo, em ROPPO, Vincenzo, Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito in Rivista di diritto civile

<sup>493</sup> Tribunale di Civitavecchia, ord. 8.6.2011 e ord. 1.8.2011 in La nuova giurisprudenza civile commentata, p. 134, “Tale dichiarazione non esonera l’intermediario dalla verifica in concreto delle informazioni già in suo possesso riguardanti la preparazione dell’investitore in materia di prodotti finanziari.”

total gerado pelo segundo *swap* até o momento da propositura da ação em torno de EUR 800 mil.

Da decisão, podemos extrair os seguintes elementos: (i) a informação deve ser compreensível pelo interlocutor, neste caso, a parte contratante não era capaz de compreender a divergência entre as taxas de juros e os fluxos de pagamento; (ii) ater-se a declaração formal sobre a qualificação da parte em confronto com outros elementos de não-qualificação contraria a boa-fé; (iii) deve ser protegido e preservado o objetivo que levou a parte a contratar; no caso em tela, o banco não poderia alegar ignorância da causa uma vez que era contraparte também no contrato de *leasing*.

## **6.2. Recurso Especial nº 936.741 - GO (2007/0065852-6)**

Foi notória a utilização de contratos derivativos por produtores de soja no estado de Goiás por volta do ano 2000. Com efeito, diversos agricultores contrataram a venda futura da safra como forma de garantir-se contra a oscilação de preços. Ocorre que o preço baixo para o produtor representa um risco de perda, em razão da expectativa anterior de venda por preço mais elevado. O preço alto, todavia, propicia um lucro extra, decorrente da superação da expectativa de venda. Foi justamente o que ocorreu no caso em epígrafe. Após celebrar o contrato de venda futura da safra de soja a preço fixo, o produtor Darci Luiz da Silva viu, no momento da liquidação da operação, o preço da soja mais alto que quando da contratação e, pois, mais alto que esperava.

Tratou, portanto, de ajuizar ação com o objetivo de resolver o contrato por onerosidade excessiva. A tese curiosamente foi acolhida em primeira e em segunda instância, note-se que a argumentação do acórdão que nega provimento a apelação, mantendo a sentença, é curiosa:

APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO DE RESOLUÇÃO DE CONTRATO. COMPRA E VENDA DE SOJA EM GRÃOS. PREÇO PRÉ-FIXADO. I - RELATIVIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO 'PACTA SUNT SERVANDA'. II - TEORIA DA IMPREVISÃO. APLICABILIDADE. III - RESCISÃO.

I - Atualmente a teoria contratual não mais se pauta pela rigidez do princípio *pacta sunt servanda*, mas sim, pelos princípios da função social do contrato, da boa-fé e do equilíbrio econômico (artigos 421, 422, do Código Civil) e na aplicação das teorias da imprevisão e da lesão, que permitem ao Judiciário restabelecer o equilíbrio socioeconômico do pacto.

II - A teoria da imprevisão tende a fazer admitir que, em qualquer matéria, a parte lesada por um contrato pode ser exonerada de suas obrigações quando fatos

provenientes ou não de imprevisibilidade da alteração circunstancial, embaraçam ou tornam dificultoso o adimplemento da obrigação de uma das partes, impondo manifesta desproporcionalidade entre a prestação e contraprestação, com dano significativo para um contratante e conseqüente vantagem excessiva para o outro. III – Cabe, portanto, ao Judiciário repelir as práticas abusivas do mercado para coibir principalmente o lucro excessivo de um em detrimento do prejuízo de outrem, revisando ou declarando nulas as cláusulas contratuais que ocasionem um desequilíbrio flagrante entre os contratantes.

RECURSO CONHECIDO E IMPROVIDO.<sup>494</sup>

Trata-se de um exemplo da aplicação imprecisa da boa-fé, como sinônimo de justiça social. Um verdadeiro julgamento por equidade fundamentado por qualquer coisa, inclusive a função social e a boa-fé. O Tribunal de Goiás ignorou grosseiramente a função social de estabilizar o preço do derivativo agrícola. Segundo a definição proposta de derivativo, um contrato de liquidação física – como parece ser o do caso em análise, informação que não fica clara no julgado, mas se pode inferir pelas características das partes – não deveria ser considerado um derivativo em sentido estrito. Ainda assim, importante destacar como o uso inadequado da teoria da imprevisão, mal-combinada com a boa-fé e a função social levaram o Tribunal do estado a determinar a resolução de um contrato perfeitamente válido e eficaz.

O Superior Tribunal de Justiça felizmente reverteu a decisão, mencionando, inclusive, que o debate sobre a aplicação da teoria da imprevisão nestes casos era conhecido da corte<sup>495</sup>, tendo sido afastada a teoria da imprevisão em diversos outros julgados para o caso dos futuros agrícolas de soja em Goiás<sup>496</sup>.

O caso foi resolvido, em certa medida, em torno do debate sobre

---

<sup>494</sup> Trecho da apelação citado no acórdão que julga o Recurso Especial em análise

<sup>495</sup> “De início, cumpre observar que os fatos que envolvem a lide são de notório conhecimento: trata-se dos contratos de venda futura de safra celebrados por vários produtores rurais goianos no início dos anos 2000, muitos dos quais foram questionados no Poder Judiciário, em razão da variação cambial do dólar ocorrida em 2002. Algumas dessas ações já foram julgadas em sede de recurso especial pelo Superior Tribunal de Justiça, tendo esta Corte se posicionado pela impossibilidade de aplicação da teoria da imprevisão em tais contratos.”

<sup>496</sup> REsp n. 803.481/GO, Relatora Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 28/6/2007, DJ 1º/8/2007; REsp n. 849.228/GO, Relator Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 3/8/2010, DJe 12/8/2010; AgRg no REsp n. 1.016.988/GO, Relator Ministro JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, QUARTA TURMA, julgado em 17/6/2010, DJe 29/6/2010; REsp n. 809.464/GO, Relator Ministro FERNANDO GONÇALVES, QUARTA TURMA, julgado em 10/6/2008, DJe 23/6/2008; REsp n. 866.414/GO, Relator Ministro HUMBERTO GOMES DE BARROS, TERCEIRA TURMA, julgado em 6/3/2008, DJe 26/11/2008.

### **6.3. Recurso Especial nº 777.452 - RJ (2003/0177169-4)**

A análise deste caso merece prévia justificativa. Em primeiro lugar, foi admitida a aplicação do Código de Defesa do Consumidor, relação, portanto, exclusiva do estudo proposto no presente trabalho. Ocorre que a decisão não está fundada no dever de informar exacerbado pelo microssistema de direito do consumidor, razão pela qual remanesce útil sua análise. Em segundo lugar, o que se julga é a conduta da gestora de um fundo de derivativos. Assim, as partes não são as partes do contrato derivativo, mas gestora e quotista de um fundo, respectivamente. Ainda assim, debate-se o dever de informar entre gestora – profissional – e o investidor.

A gestora foi condenada inclusive pelo Banco Central do Brasil, em processo administrativo, pela falha da prestação de informações. Em resumo, o investidor em busca de ganhos extraordinários, aplicou em dois fundos de derivativos. Em razão da grande desvalorização do real frente ao dólar americano ocorrida em 1999, o fundo registrou perdas importante. Como agravante, o investidor teve um pedido de resgate das cotas negado em 14 de janeiro de 1999, tendo depois – em acordo com a gestora cuja validade foi atacada na ação em análise – concordado em receber o resgate com base no valor da quota de 14 de janeiro de 1999. Mesmo sendo a data de cotização equivalente à do resgate frustrado, o investidor questionou judicialmente o acordo, justamente com fundamento na falta de informação sobre os riscos do investimento. O acórdão negou provimento ao recurso, tendo mantido a decisão de segunda instância, tendo voto do relator apontado vício do consentimento – coação moral – na transação e defeito de informação na relação principal:

Nestes autos, o eg. Tribunal de origem entendeu que: (I) houve coação moral a ensejar a invalidade da transação realizada entre o Banco, o Gestor dos Fundos, ora recorrente, e o investidor recorrido, por considerar indevido o bloqueio dos valores das cotas quando requerida sua liberação pelo ora recorrido; e (II) houve falha na gestão dos fundos, mormente considerando a ausência de adequadas informações ao consumidor acerca dos altos riscos inerentes às aplicações em fundos derivativos, conforme a prova existente nos autos.

Acerca desse segundo ponto, há nos autos cópia de processo administrativo (0001012415) realizado pelo Banco Central do Brasil contra a ora recorrente e diretor desta, concluindo pela falha na prestação de informações aos quotistas dos fundos quanto aos riscos inerentes às aplicações, inclusive por falta de adesão dos quotistas, por ocasião de seu ingresso nos fundos, em contrariedade aos termos do regulamento correspondente. Com base nisso, aplicou multas à ora recorrente e seu diretor (v. fls. 942/946).

Destarte, embora o consumidor recorrido tenha investido em fundos de natureza derivativa, entendeu a Corte Local, com base em prova existente nos autos, que não lhe foram repassadas pelo administrador e pelo gestor do fundo as informações necessárias quanto aos riscos inerentes às aplicações financeiras.<sup>497</sup>

Em relação ao resultado econômico, acolheu-se o pedido de indenização em valor equivalente ao da cotação dos fundos de 12 de janeiro 1999, dois dias antes da data de cotização transacionada. Trata-se de solução conceitualmente curiosa. O contrato de investimento não foi anulado, tendo o investidor se beneficiado de seus efeitos positivos até a data de 12 de janeiro de 1999. Todavia, houve violação de um dever de conduta. Desnecessário discutir a capacidade da violação para resolver o contrato, uma vez que a extinção do contrato havia sido acordada pelas partes. Era necessário, pois, determinar qual o dano decorrente da violação de conduta. Os dois dias de diferença de cotação parecem irrelevantes, mas têm a ver com a mudança da política cambial que foi marcada, por exemplo, pelo pedido de demissão de Gustavo Franco em 13 de janeiro e o fim da intervenção no câmbio em 15 de janeiro. O julgamento terminou por restituir ao investidor credor da informação o dano sofrido em decorrência da mudança da política cambial; risco assumido de forma inconsciente, especialmente em razão da deficiência da informação prestada.

#### **6.4. Recurso Especial nº 1.164.235 - RJ (2009/0215321-7)**

O caso trata, assim como o anterior, de um investimento em fundo de derivativos, em uma relação também reconhecida como de consumo. Interessante notar que o dever de informar é expressamente fundamentado na boa-fé, com o registro da indiferença da aplicação do Código de Defesa do Consumidor:

Por outro lado, é importante lembrar que tanto nas relações de consumo como nas relações contratuais em geral (art. 422 do CC/02), o princípio da boa-fé objetiva deve ser colocado em primeiro plano. Dele decorre a exigência do agir com probidade e com cautela, de forma que em uma relação obrigacional não se cause dano à outra parte ou a terceiros. Dentre as funções desse princípio destaca-se a criação de deveres anexos ao contrato, entre os quais se encontra o dever de informação, previsto no art. 6º, III, do CDC.<sup>498</sup>

---

<sup>497</sup> Trecho do voto do relator do acórdão referido, Ministro Raul Araújo

<sup>498</sup> Trecho do voto do relator do acórdão referido, Ministra Nancy Andrighi



Assim com no julgado anterior, resta claro que a violação do dever de informar é o fundamento da responsabilidade civil. Neste caso, contudo, trata-se de uma das causas da responsabilidade. A outra, refere-se à má-gestão:

A Colenda 3ª Turma do STJ, em julgamento recente, entendeu por negar provimento ao recurso especial proposto pelos investidores, sob o fundamento de que “sendo do conhecimento do consumidor-padrão o alto risco dos investimentos em Fundos Derivativos, além de terem os investidores, ora recorrentes, tomado ciência dos termos da aplicação financeira, não há que se falar em ofensa ao direito de informação” (REsp 1.003.893/RJ. Rel. Min. Massami Uyeda, julgado em 10/08/2010).

Verifica-se, contudo, que a situação fática delineada na hipótese dos autos assumiu outros contornos, porquanto restou assentado pelas instâncias ordinárias que houve violação do dever de informar, além de comprovada má-gestão.<sup>499</sup>

O destaque é importante porque a solução considera a dupla causa. Com efeito, determinou-se a devolução integral dos valores aplicados o que seria possível nas hipóteses de anulação ou resolução fundada em inadimplemento total. Neste caso, contudo, contribui a conduta da gestora do fundo no sentido de violar grosseiramente a política de investimento dos fundos, que permitia investir no máximo 30% do capital em ativos de risco derivativos; tendo, no pior caso, sido investidos o equivalente a 300% do capital do fundo em derivativos. A alteração desinformada da estratégia de investimento, aliás, é central para determinação do resultado:

Não me parece decisivo o fato de o regulamento dos fundos prever a perda total dos rendimentos. Isto porque tal possibilidade não ilide o dever decorrente do direito à ampla informação de avisar ao consumidor onde estão sendo aplicados seus recursos para que possa analisar se pretende ou não correr o risco.

A falta desta informação acabou por se revelar essencial, naqueles dias em que muito se falava sobre a iminente desvalorização do real, acabou por privar o autor do direito de, se soubesse que seus recursos seriam aplicados em contratos cambiais, retirá-los dos fundos.<sup>500</sup>

Note-se, portanto, que, além da sonegação da informação, ficou registrada a sua utilidade para decisão de desinvestimento. Fosse o investidor adequadamente alertado, poderia evitar o prejuízo alienando as quotas do fundo. Caso o fundo não permitisse

---

<sup>499</sup> Trecho do voto da relatora do acórdão referido, Ministra Nancy Andrighi

<sup>500</sup> Trecho do acórdão da apelação citado no voto da relatora do recurso especial, Ministra Nancy Andrighi

alienação ou caso a liquidação se realizasse com base em cotação futura em data predefinida independentemente da ordem de resgate, a ausência de informação não implicaria qualquer consequência econômica.

#### **6.5. Recurso Especial nº 1.003.893 - RJ (2007/0259170-0)**

Apenas como reforço adicional da pertinência da análise da resolução por onerosidade excessiva, destacamos o interessante alerta no início do voto do relator, ministro Massami Uyeda, quanto à não identificação deste caso com os de arrendamento mercantil afetados pela variação cambial de 1999, exemplo clássico de aplicação da teoria da imprevisão na jurisprudência nacional recente:

Senhores Ministros, antes de iniciar a fundamentação do voto, é necessário destacar que este caso não se confunde com os numerosos recursos referentes à variação cambial em contratos de arrendamento mercantil, pois, enquanto nestes havia operação de crédito, no caso sub examine os recorrentes firmaram contrato de investimento, com aplicação de recursos.

Em relação ao dever de informar, o voto reforça o elemento da consciência, concluindo que não houve a alegada violação do dever de informar uma que vez que – em razão das condições econômicas do país – seria pouco razoável que os investidores não tivessem consciência do risco:

Não se pode olvidar, ainda, que nos idos de 1.999, a economia nacional passava por profundas transformações, o que, por si só, ressalta o conhecimento por parte dos consumidores dos riscos desse tipo de aplicação financeira.

Ademais, nem se diga que os investidores, ora recorrentes, não foram informados dos riscos dos investimentos, pois o acórdão recorrido consigna que os materiais informativos foram entregues a eles, situação fática que não pode ser reexaminada por esta Corte, ante o óbice da Súmula 7/STJ.

Destarte, sendo do conhecimento do consumidor-padrão o alto risco dos investimentos em Fundos Derivativos, além de terem os investidores, ora recorrentes, tomado ciência dos termos da aplicação financeira, não há que se falar em ofensa ao direito de informação.<sup>501</sup>

---

<sup>501</sup> Trecho do voto do relator do recurso especial, Ministro Massami Uyeda

A diligência esperada do contratante, portanto, era no sentido de conhecer o risco decorrente da variação cambial. Os jornais da época noticiavam diariamente o volume decrescente e alarmante das reservas nacionais de moeda estrangeira.

A despeito de não enunciado expressamente, foi inferido o intuito especulativo do investimento, no sentido da obtenção de elevado retorno. Era de se esperar, também, elevado risco de perda do investimento. A ideia fica implícita na comparação à poupança. Estivesse o investidor buscando um investimento de baixo risco, deveria aplicar em renda fixa. Apesar de interessante, a simplificação é um pouco grosseira. Os investimentos de renda variável podem apresentar riscos muito diferentes e o vício de informação poderia levar à tomada de um risco não assumido conscientemente pelo investidor.

A capacidade de o investidor compreender as informações fornecidas também ficou subentendida quando o voto conclui pela óbvia consciência. Também se trata de simplificação perigosa, uma vez que a consciência sobre o risco de variação cambial enquanto dado macroeconômico não implica, necessariamente, compreensão do risco do derivativo nele baseado.

Assim, observamos que a qualidade da decisão poderia ser incrementada se analisados mais detidamente a qualificação do investidor, os meios e a qualidade da informação transmitida e a causa concreta do negócio; para então determinar se a falta de consciência sobre o funcionamento do negócio é – como foi decidido – mesmo imputável ao próprio prejudicado.

## 7. CONCLUSÕES

Fundamentalmente são três as possibilidades de sanção da violação do dever de informar, a anulação, a resolução e o ressarcimento de perdas e danos. A hipótese de revisão do contrato para adequação ao compreendido pela parte inocente é uma consagração do princípio da conservação do negócio jurídico. Em linhas gerais, o vício de consentimento decorrente do déficit de informação permite a anulação do contrato, enquanto a violação do dever geral de informação deve ser resolvida em perdas e danos, combinada ou não com a resolução do contrato<sup>502</sup>.

Preliminarmente, é preciso identificar adequadamente a relação contratual. É bastante frequente que a contratação de derivativos ocorra com um complexo de contratos, sendo um contrato de assessoria para investimento, também denominado contrato quadro, contrato guarda-chuva ou contrato regulamento, e diversos contratos derivativos decorrentes de ordens de investimento, tendo como contraparte a mesma instituição financeira do contrato quadro ou um terceiro. A mesma violação do dever de informar nessa relação contratual complexa pode indicar, por exemplo, a anulação do derivativo por erro ou a indenização de danos causados na execução do contrato de assessoria para investimento. Em qualquer hipótese, o dever de informar é analisado como assessorio e reflexo da boa-fé, assim, não se confunde com a prestação principal de um contrato de consultoria, por exemplo.

Concluída a identificação adequada das relações contratuais, indaga-se sobre momento da violação do dever de informar. Na formação do contrato, a primeira verificação refere-se à ocorrência de vício de consentimento. Verificado erro ou dolo, o contrato é anulado com a consequente indenização dos custos incorridos pela parte inocente. Caso o déficit de informação na formação do contrato não implique sequer erro, é preciso demonstrar a ocorrência de dano para pleitear indenização. Caso a informação omitida refira-se, por exemplo, ao prazo de liquidação do investimento, causando uma confusão sobre o tempo necessário para liquidação financeira a partir da ordem; é possível que sobrevenha

---

<sup>502</sup> “Secondo un diverso orientamento, caratterizzato peraltro da iter argomentativi non sempre omogenei, la violazione dell’obbligo di informare nella fase delle trattative, basato sul principio di correttezza previsto dall’art. 1337 c.c., rileva anche come causa di annullamento (fra gli altri, VISINTINI, 91; SACCO, 2004, 563). Questa soluzione non trova accoglimento nell’ambito dell’orientamento dottrinale che colloca sul piano risarcitorio gli effetti della violazione del generale obbligo di informazione (fra gli altri, PIETRO-BON, 104; BENATTI, 66; D’AMICO, 2002, 57). Appare innegabile, tuttavia, che in questo settore, al pari di altri, si pone l’esigenza di trovare un punto di equilibrio fra il bisogno di trasparenza contrattuale e l’efficiente allocazione delle risorse, in questo caso di quelle informative (ROPPO, 816).”, AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in *Diritto Civile*, p.1087

algum prejuízo à parte inocente, mas a falta dessa informação, via de regra, será insuficiente para anular o contrato.

O déficit de informação na execução do contrato poderá implicar dever de indenizar ou a resolução do contrato, mas não a anulação, porque incapaz de afetar a gênese do contrato. Destaque-se, ainda, a possibilidade de resolução do derivativo por onerosidade excessiva, uma vez que frequentemente o déficit de informação terminar por provocar grave desequilíbrio econômico. Cumpre retomar a afirmação supra de que o contrato derivativo – apesar do aparente desequilíbrio entre as prestações – deve ser interpretado como comutativo em razão do equilíbrio risco-preço, passível, portanto, de aplicação da teoria da imprevisão.

Algumas circunstâncias são fundamentais para a análise da violação do dever de informar, tanto na formação quanto na execução do contrato. A falta de consciência sobre o funcionamento do contrato deve ser relevante e séria. Na hipótese do erro, há razoável desenvolvimento doutrinário e jurisprudencial sobre a relevância do erro. Na violação do dever de informar na execução do contrato, a análise da causa concreta oferece contribuição importante para determinar a seriedade e a consequência da violação. É preciso compreender se a falta de consciência sobre os termos ou condições circundantes do negócio afetava diretamente a utilidade esperada pelos contratantes. No caso dos derivativos, a utilidade será enquadrada como proteção, ou *hedge*; arbitragem ou especulação.

Indubitavelmente é o intuito especulativo que provoca maiores dificuldades na análise da causa. Quem investe, especula; mas o faz com determinada consciência sobre os riscos tomados. Caso reste demonstrado que a consciência possível a partir da informação disponível levava ao grave falseamento do risco efetivo, é possível resolver o contrato. A análise sempre conterà algum grau de discricionariedade. Para contê-lo, devem ser aportados outros elementos como a razoabilidade, a adequação e a transparência.

A valoração da diligência das partes é determinante para imputação da responsabilidade pela falta de consciência de uma das partes sobre o negócio. Quando o comportamento da parte que erra – no sentido de não coletar informação adequadamente – é inescusável, nenhuma consequência advém. Todavia, quando é inescusável o comportamento da parte que deveria ter oferecido a informação à contraparte desinformada, o erro anula o negócio. Ademais, as partes devem conhecer a sua contraparte. Especialmente a instituição financeira que negocia profissionalmente os contratos de investimento. A partir do paradigma de responsabilidade pelo risco gerado, justifica-se a obrigação adicional de informar-se sobre a capacidade de compreensão das próprias informações do investidor.

O dever de conhecer o cliente, pois, desdobra-se em conhecer as razões pela qual o investidor celebra o contrato derivativo – identificando, assim, a causa concreta do negócio –, bem como de identificar a capacidade de processar as informações oferecidas naquele formato e por aqueles meios. A parte profissional é responsável, portanto, por criar condições para a formação da consciência pelo investidor. Essas condições serão drasticamente afetadas pela qualificação do investidor.

Surge um desdobramento adicional com a obrigação de informar expressamente ao cliente, obtendo o consenso específico sobre a questão, sempre que a instituição financeira (parte profissional) identificar a inadequação do contrato para a causa concreta que se possa inferir. A prestação dessa informação é determinante para a validade do contrato.

Em relação aos efeitos da resolução, foi analisada certa polêmica em relação à retroatividade de seus efeitos. Considerando que tratamos de contratos de liquidação financeira, cujo resultado final é sempre um pagamento em dinheiro, trata-se, em verdade, de um debate sobre o montante da indenização. Na resolução, o vínculo obrigacional se desfaz a partir da declaração da extinção do contrato: não há retroatividade, portanto. Todavia, dada a extensão do inadimplemento, por exemplo, no caso extremo de inadimplemento total, é possível que a indenização seja, inclusive, equivalente a todos os custos incorridos pela contraparte. Situação improvável na violação do dever de informar: fosse a violação tão grave ao ponto de tornar totalmente inútil as prestações de uma das partes, provavelmente estaríamos diante de um caso de erro ou dolo. Note-se que, retomando a observação da liquidação exclusivamente financeira, a consequência da resolução por inadimplemento total ou da anulação por erro são, portanto, equivalentes.

O montante da indenização depende da apuração da extensão do dano, considerados os elementos debatidos neste trabalho, quais sejam, a transferência de risco inerente aos derivativos, a atuação necessária como redutor de custos de transação e causa concreta categorizada previamente como *hedge*, arbitragem ou especulação.

O quadro normativo brasileiro pode evoluir para reduzir a discricionariedade sobre o dever de informar, oferecendo regras mais detalhadas sobre a informação a ser disponibilizada, os meios pelos quais deve ser divulgada, as consequências da oferta de contratos inadequados, as informações sobre os clientes que devem ser coletadas, mantidas e consideradas pelas instituições financeiras na execução e formação de contratos derivativos, sempre considerada a qualificação do investidor. Para esse objetivo, oferece contribuição importante a normativa europeia.

Finalmente, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça sobre o tema é sucinta. Apesar de corroborar em linhas gerais as conclusões deste trabalho sobre o dever de informar – com a avaliação da consciência e da diligência das partes –, pode haver um aprimoramento com a análise mais detida dos elementos indicados nesta conclusão como: o dever de informar-se sobre o cliente, a qualificação das partes e a capacidade de compreensão das informações trocadas, a qualidade das informações, a causa concreta do negócio e a adequação do contrato para atingimento do fim pretendido.

## 8. BIBLIOGRAFIA

ABBATE, Aniello, Gli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari in *Diritto della banca e del mercato finanziario in Diritto della banca e del mercato finanziario*, n° 3, p. 488, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2006

ADAMO, Stefano, CAPOBIANCO, Ernesto e CUCURACHI, Paolo Antonio, *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2010

AKERLOF, George Arthur, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism in Quarterly Journal of Economics in Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Ago, 1970), pp. 488-500, Cambridge, MA, The MIT Press, 1970

ALPA, Guido e CAPRIGLIONE, Francesco, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, CEDAM, 1998

AMOROSINO, Sandro (org), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, 3ª ed., Milano, Giuffrè, 2014

AMOROSINO, Sandro, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali in Il Diritto dell'economia in Il Diritto dell'economia*, n° 2, p. 413, Modena, Stem Mucchi Editore, 2007

ANDRADE, Darcy Bessone de Oliveira, *Do Contrato*, Rio de Janeiro, Forense, 1960

ANDRADE, Darcy Bessone de Oliveira, *Do Contrato: teoria geral*, 4ª ed., São Paulo, Saraiva, 1997

ANGELINI, Eliana, *I mercati e gli strumenti finanziari di borsa: aspetti strutturali, normativi e funzionali del mercato mobiliare italiano*, 2ª ed., Torino, Giappichelli, 2012

ANGERETTI, Massimo, *Swap transactions ed eccezione di gioco in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, n° 1, p. 50, Torino, UTET, 1996

ANNUNZIATA, Filippo, *La disciplina del mercato mobiliare*, 7ª Ed., Torino, Giappichelli, 2014

ARAÚJO, Fernando, *Teoria Econômica do Contrato*, Coimbra, Edições Almedina, 2007

ASCARELLI, Tulio, *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*, Campinas, Servanda, 2013

ASSAF NETO, Alexandre, *Finanças corporativas e valor*, 3ª Ed., 2ª Reimpr., São Paulo, Atlas, 2008



- AUTELIANO, Francesco, Il contratto di investimento dell'operatore qualificato in I contratti in I contratti, n° 10, p. 869, Milano, IPSOA, 2009
- AZEVEDO, Antonio Junqueira de, Cadastros de Restrição ao Crédito. Dano Moral in Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil in Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil, Vol. II, pp. 67-104, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010
- AZZARO, Andrea Maria et al., Il contratto in generale in Diritto Civile, v. III, Milano, Giuffrè, 2009
- BANKS, Erik, Complex Derivatives, Basingstoke, Macmillan Publishers Ltd., 1994
- BEATSON, Jack e FRIEDMAN, Daniel, Good-faith and fault in contract law, New York, Oxford University Press, 2002
- BERSANI, Giuseppe, La responsabilità degli intermediari finanziari, Torino, UTET, 2008
- BESSONE, Mario e BUSNELLI, Francesco Donato, La vendita porta a porta di valori mobiliari, Milano, Giuffrè, 1992
- BETTI, Emilio, Teoria generale del negozio giuridico, introduzione di Giovanni B. Ferri ; a cura di Giuliano Crifò. - Rist. corr. della 2. ed. - Napoli, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1994
- BIANCA, Massimo, Il Contratto, 2<sup>a</sup> ed., Milano, Giuffrè, 1987
- BONTEMPI, Paolo, Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione dei contratti di swap e di interest rate swap in La nuova giurisprudenza civile commentata in La nuova giurisprudenza civile commentata, n° 3, p. 337, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2008
- CALLEGARI, Mia, Tre sentenze in tema di informazione finanziaria: con qualche annotazione a margine in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, n° 4, p. 873, Torino, UTET, 2011
- CAPALDO, Giuseppina, Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap, Milano, Giuffrè, 1999
- CAPRIGLIONE, Francesco, Crisi a confronto (1929 e 2009): il caso italiano, Padova, CEDAM, 2009
- CAPUTO NASSETTI, Francesco, I contratti derivati finanziari, 2<sup>a</sup> ed., Milano, Giuffrè, 2011

CAPUTO NASSETTI, Francesco, Della causa del contratto di swap domestico in *Studium iuris* in *Studium iuris*, 1998, p. 245, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 1998

CAPUTO NASSETTI, Francesco, Gli strumenti finanziari derivati: contratti e regime giuridico in *Rivista bancaria* in *Rivista bancaria*, n° 6, p. 83, Roma, Bancaria Editrice, 2010

CAPUTO NASSETTI, Francesco, I contratti derivati di credito: profili civilistici e regolamentari, Milano, Giuffrè, 1998

CARDOSO, Luiz Philipe Tavares de Azevedo, A onerosidade excessiva no direito brasileiro, dissertação de mestrado apresentada na Universidade de São Paulo, 2010.

CASUCCI, Felice, Il sistema giuridico proporzionale nel diritto privato comunitario, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2001

CESÀRO, Vincenzo Maria, Clausola di rinegoziazione e conservazione dell'equilibrio contrattuale, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2000

CESIANO, Davide, Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite in *Rivista di diritto societario* in *Rivista di diritto societario*, p. 614, Torino, Giappichelli, 2008

CHIONNA, Vincenzo Vito, Le forme dell'investimento finanziario: dai titoli di massa ai prodotti finanziari, Milano, Giuffrè, 2008

CIAN, Marco, Gli obblighi informativi degli intermediari in *Le nuove leggi civili commentate* in *Le nuove leggi civili commentate*, n° 6, p. 1197, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2009

COASE, Ronald A., The problem of social cost in *Journal of Law and Economics* in *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 (Oct., 1960), p. 1-44, Chicago, The University of Chicago Press, 1960

CONSULICH, Federico, La giustizia e il mercato: miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare, Milano, Giuffrè, 2010

COOTER, Robert e ULEN, Thomas, trad. Luis Marcos Sanden, Francisco Araújo da Costa, *Direito & Economia*, 5ª Ed., Porto Alegre, Bookman, 2010

CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e Menezes, *Da boa-fé no Direito Civil*, 4ª Reimp., Coimbra, Edições Almedina, 2011

COSTI, Renzo, *Il mercato mobiliare*, 5ª ed., Torino, G. Giappichelli Editore, 2008

COSTI, Renzo, Informazione e contratto nel mercato finanziario in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile* in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, n° 3, p. 719, Milano, Giuffrè, 1993

COTTINO, Gastone, La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione* in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, n° 3, p. 607, Torino, UTET, 2010

COTTINO, Gastone, Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat e bond argentini in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione* in *Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione*, n° 3, p. 537, Torino, UTET, 2006

CREA, Camilla, Connessioni tra contratti e obblighi di rinegoziare, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013

CRESCIMANNO, Valentina, Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil in *Europa e Diritto Privato* in *Europa e Diritto Privato*, p. 483, Milano, Giuffrè, 2008

D'APICE, Roberta, L'attuazione della Mifid in Italia, Bologna, Il mulino, 2010

D'ADDA, Alessandro, Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto, Padova, CEDAM, 2008

D'Amico, Giovanni, La compravendita, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013

De Iuliis, Carmelo Massimo, Principi di diritto del mercato finanziario: breve introduzione ai servizi e alle attività di investimento, Torino, UTET, 2008

DE LUCCA, Newton, Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito, São Paulo, Pioneira, 1979

DE NOVA, Giorgio, I contratti derivati come contratti alieni in *Rivista di diritto privato* in *Rivista di diritto privato*, n° 3, p. 15, Cacucci, Bari, 2009

DE NOVA, Giorgio, Il contratto alieno, 2<sup>a</sup> ed., Torino, G. Giappichelli Editore, 2010

DE POLI, Matteo, Asimmetrie informative e rapporti contrattuali, Padova, CEDAM, 2002

DELFINI, Francesco, Autonomia privata e rischio contrattuale, Milano, Giuffrè, 1999

DI DONNA, Luca, Obblighi informativi precontrattuali, Milano, Giuffrè, 2008

DI MAJO, Adolfo, Le tutele contrattuali, Torino, Giappichelli, 2009

DYCKMAN, Thomas R., MORSE, Dale , Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis in The Accounting Review in The Accounting Review, Vol. 62, No. 1 (Jan., 1987), p. 246, 1987

EIZIRIK, Nelson, GAAL, Ariádna B., PARENTE, Flávia, HENRIQUES, Marcus de Freitas, Mercado de capitais - regime jurídico, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2008

FABRE-MAGNAN, Muriel, De l'obligation d'information dans les contrats: essai d'une théorie, Paris, LGDJ, 2014

FACCI, Giovanni, Il danno da informazione finanziaria inesatta, Bologna, Zanichelli, 2009

FARHI, Maryse, Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem in Economia e Sociedade in Economia e Sociedade, dez. 1999, pp. 93-114, Campinas, Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), 1999

FEMIA, Pasquale, Interessi e conflitti culturali nell'autonomia privata e nella responsabilità civile, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1996

FERRARIO, Michele, Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa in I contratti in I contratti, n° 2, p. 255, Assago, IPSOA, 2000

FIORIO, Paolo, Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, n° 4, p. 764, Torino, UTET, 2005

FIORIO, Paolo, Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, n° 2, p. 343, Torino, UTET, 2010

FOSCHINI, Marcello, Il diritto del mercato finanziario, Milano, Giuffrè, 2008

GALGANO, Francesco e VISINTINI, Giovanna, Mercato finanziario e tutela del risparmio, Padova, CEDAM, 2006

GAZZONI, Francesco, Equità e autonomia privata, Milano, Giuffrè, 1970

GAZZONI, Francesco, Manuale di diritto privato, 15ª ed., Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2015

GENTILI, Aurelio, Informazione contrattuale e regole dello scambio in Rivista di diritto privato in Rivista di diritto privato, n° 3, p. 555, Cacucci, Bari, 2004

GHESTIN, Jacques, Notion d'erreur dans le droit positif actuel, Paris, LGDJ, 1971

- GHESTIN, Jacques, Traite de droit civil, 3<sup>a</sup> ed., La Formation du Contrat, Paris, LGDJ, 2013
- GIOACCHINO, La Rocca, Autonomia privata e mercato dei capitali: la nozione civilistica di strumento finanziario, 2<sup>a</sup> ed., Torino, G. Giappichelli Editore, 2009
- GIOIA, Gina, Il contratto di swap in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, n° 11, p. 2209, Torino, UTET, 1999
- GIORGINI, Erika, Ragionevolezza e autonomia negoziale, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2010
- GIULIANI, Federico Maria, Negli swap manca l'intento ludico in Diritto e Pratica Tributaria in Diritto e Pratica Tributaria, n° 3, p. 1071, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 1996
- GOLDBERG, Daniel Krepel, A Lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos no rol dos valores mobiliários in Revista de Direito Mercantil in Revista de Direito Mercantil, Vol. 129, Ano XLII (nova série), jan-mar/2003, pp. 73-82, São Paulo, Malheiros Editores, 2003
- GONÇALVES, Carlos Roberto, Direito Civil Brasileiro, 8<sup>a</sup> Ed., v. 1, São Paulo, Saraiva, 2010
- GRECO, Fernando, Domestic Currency swap, anticipazione bancaria e responsabilità della banca in Responsabilità Civile e Previdenza in Responsabilità Civile e Previdenza, n° 1, p. 143, Milano, Giuffrè, 2006
- GRECO, Fernando, Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria, Milano, Giuffrè, 2010
- GRECO, Fernando, Intermediazione finanziaria e regole d'informazione: la disomogeneità del quadro rimediabile e la "tranquillità" della tradizione in Responsabilità Civile e Previdenza in Responsabilità Civile e Previdenza, p. 2561, Milano, Giuffrè, 2010
- GRECO, Fernando, La regola dell'informazione nel nuovo regolamento Consob in Il caso.it in Il caso.it, <http://www.ilcaso.it/opinioni/82-greco-22-11-07.pdf>, 2007
- GRECO, Fernando, Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza in Responsabilità Civile e Previdenza in Responsabilità Civile e Previdenza, p. 428, Milano, Giuffrè, 2010
- GRECO, Fernando, Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale in Rassegna di diritto civile in Rassegna di diritto civile, n° 1, p. 1140, Milano, Giuffrè, 2007
- GRECO, Fernando, Violazione di regole comportamentali tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale in Danno e responsabilità in Danno e responsabilità, n° 5, p. 574, Assago, IPSOA, 2007

GRISI, Giuseppe, L'obbligo precontrattuale di informazione, Napoli, Novene Editore, 1990

GUIDO, Alpa, L'equità in La nuova giurisprudenza civile commentata in La nuova giurisprudenza civile commentata, n° 2, mai-jun/1994, p. 231, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 1994

HAYEK, Friederich August, Economics and Knowledge in *Economica*, New Series in *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 13 (Feb., 1937), pp. 33-54, London, Blackwell Publishing, 1937

HAYEK, Friederich August, The Use of Knowledge in Society in *The American Economic Review* in *The American Economic Review*, Vol. 35, No. 4 (Sep., 1945), pp. 519-530, Pittsburgh, American Economic Association, 1945

HIRATA, Augusto Jorge, Derivativos: o impacto do direito no desempenho da função econômica, São Paulo, Quartier Latin, 2012

HULL, John C., Option, Futures and other derivatives, 7<sup>a</sup> Ed., New Jersey, Pearson Education, Inc., 2008

INDOLFI, Maria, Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati, Padova, CEDAM, 2013

INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina (org.), La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari, Padova, CEDAM, 2008

INZITARI, Bruno e PICCININI, Valentina, L'attività di negoziazione degli strumenti finanziari: violazione degli obblighi di condotta tra nullità virtuale ed inadempimento contrattuale in Paola Bilancia, Gian Carlo M. Rivolta (org), Tutela del risparmio, authorities, governo societario, Milano, Giuffrè, 2008

INZITARI, Bruno, Profili del diritto delle obbligazioni: interessi legali e convenzionali, euro, divieto d'anatocismo, mutuo e tasso usurario, compensazione, cessione di credito in garanzia, mandato all'incasso, swap, sponsorizzazione, ricevute bancarie, Padova, CEDAM, 2000

INZITARI, Bruno, Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni", in *Il caso.it* in *Il caso.it*, <http://www.ilcaso.it/articoli/168.pdf>, 2009

INZITARI, Bruno, Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari- sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi in *Il corriere giuridico* in *Il corriere giuridico*, n° 7, p. 973, Milano, Wolters Kluwer Italia, 2009

IUDICA, Fabio, La responsabilità degli intermediari finanziari, Milano, Giuffrè, 2011

JUNQUEIRA DE AZEVEDO, Antonio, *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*, 4ª Ed., São Paulo, Saraiva, 2010

KALDOR, Nicholas, *Speculation and Economic Stability in The Review of Economic Studies* in *The Review of Economic Studies*, Vol. 7, No. 1 (Oct., 1939), pp. 1-27, Oxford, The Review of Economic Studies Ltd., 1939

KEYNES, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, The University of Adelaide Library Electronic Texts Collection, 1936

KNIGHT, Frank Hyneman, *Risk, Uncertainty, and Profit*, 1ª Ed., Boston, Houghton Mifflin Co., 1921

LA ROCCA, Gioacchino, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, CEDAM, 2011

LENER, Raffaele e LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione sul piano funzionale del rischio come elemento tipologico e/o normativo in Banca borsa e titoli di credito: rivista di dottrina e giurisprudenza in Banca borsa e titoli di credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, n° 3, p. 369, Milano, Giuffrè, 2012

LENER, Raffaele e RESCIGNO, Matteo, *Agenzie di rating e conflitti di interessi: sintomi e cure in Analisi Giuridica dell'economia in Analisi Giuridica dell'economia*, n° 2, p. 353, Bologna, Il mulino, 2012

LENER, Raffaele, *Forma contrattuale e tutela del contraente non qualificato nel mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 1996

LIBONATI, Berardino, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, Giuffrè, 1999

LUISE, Salvatore, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti*, n° 10, p. 696, Milano, Kluwer law international, 2010

MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto, *Privacidade, Mercado e Informação in Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil in Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil*, Vol. II, pp. 67-104, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010

MACHLUP, Fritz, *The Production and Distribution of Knowledge in the United States*, New Jersey, Princetown, 1972

MAFFEIS, Daniele, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2011

MAFFEIS, Daniele, *La natura e la struttura dei contratti di investimento in Rivista di diritto privato in Rivista di diritto privato*, n° 3, p. 67, Cacucci, Bari, 2009

- MAINE, Henry Sumner, *Acient Law*, 4<sup>a</sup> ed., London, John Murray, 1870
- MANCINI, Alberto Mario, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso in Rassegna di diritto civile in Rassegna di diritto civile*, n° 4, p. 51, Milano, Giuffrè, 2007
- MANKIW, N. Gregory, trad. HASTINGS, Allan Vidigal, PAES e LIMA, Elisete, *Introdução à Economia*, São Paulo, Cengage Learning, 2009
- MANTOVANI, Manuela, *Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1995
- MARASCO, Gerardo, *La rinegoziazione del contratto: strumenti legali e convenzionali a tutela negoziale*, Padova, CEDAM, 2006
- MARIANELLO, Marco, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti*, n° 5, p. 346, Milano, Kluwer law international, 2012
- MARIANELLO, Marco, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti*, n° 4, p. 289, Milano, Kluwer law international, 2010
- MARTINS-COSTA, Judith, *A boa-fé no direito privado: sistema e tópica no processo obrigacional*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1999
- MAZZINI, Francesco, *La legittimazione attiva del contraente "copre" solo la forma e il contenuto in Guida al Diritto in Guida al Diritto*, n° 5, p. 53, Milano, Il sole - 24 ore, 2008
- MAZZINI, Francesco, *L'ambito applicativo delle nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite in Diritto della banca e del mercato finanziario in Diritto della banca e del mercato finanziario*, n° 4, p. 691, Torino, Giappichelli, 2008
- MESSINEO, Francesco, *I Titoli di Credito*, 2<sup>a</sup> Ed., Padova, CEDAM, 1934
- MEUCCI, Serena, *Operatore qualificato' nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti*, n° 4, p. 341, Milano, Kluwer law international, 2008
- MIRANDA, Pontes de, *Tratado de Direito Cambiário*, 2<sup>a</sup> Ed., vol. I, São Paulo, Max Limonad, 1954
- MIRANDA, Pontes de, *Tratado de Direito Privado - Tomo I*, 3<sup>a</sup> Ed., Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1970



- MIRANDA, Pontes de, Tratado de Direito Privado - Tomo II, 3ª Ed., Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1970
- MIRANDA, Pontes de, Tratado de Direito Privado - Tomo III, 3ª Ed., Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1970
- MIRANDA, Pontes de, Tratado de Direito Privado - Tomo XXXIX, 3ª Ed., Rio de Janeiro, Editor Borsoi, 1970
- MISHKIN, Frederic S., EAKINS, Stanley G. e FORESTIERI, Giancarlo, Istituzioni e mercati finanziari, Milano, Pearson Education, Inc., 2012
- MONTI, Alberto, Buona Fede e Assicurazione, Milano, Giuffrè, 2002
- MOSQUERA, Roberto Quiroga, Tributação no mercado financeiro e de capitais, 2ª Ed., São Paulo, Dialética, 1999
- NAZARRO, Anna Carla, Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2000
- NEWMAN, Ralph A. (org), Equity in the world's legal systems: a comparative study, dedicated to Rene Cassin, Brussels, Bruylant, 1973
- NUSDEO, Fábio, Curso de economia: introdução ao direito econômico, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1997
- OLDANI, Chiara, I derivati finanziari: dalla Bibbia alla Enron, Milano, Franco Angeli, 2004
- BILANCIA Paola, RIVOLTA, Gian Carlo M. (org), Tutela del risparmio, authorities, governo societario, Milano, Giuffrè, 2008
- PARTNOY, Frank, F.I.A.S.C.O.: blood in the water on Wall Street, W.W. Norton & Company, New York, 2009
- PARTNOY, Frank, How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers in Social Science Research Network in Social Science Research Network, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900257](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257), 2006
- PELLEGRINI, Mirella, Le controversie in materia bancaria e finanziaria: profili definitivi, Padova, CEDAM, 2007
- PEREIRA, Caio Mário da Silva, Instituições de Direito Civil, 12ª Ed., vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 1990
- PICCININI, Valentina, I rapporti tra banca e clientela. Asimmetria e condotte abusive, Padova, CEDAM, 2008

PICOZZA, Eugenio e GABRIELLI, Enrico (org.), Trattato di diritto dell'economia, vol. XI, Padova, CEDAM, 2011

PIETROBON, Vittorino, Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico, Padova, CEDAM, 1990

PINTO, Carlos Alberto da Mota, Teoria geral do direito civil, 3ª Ed., Coimbra, Coimbra, 1991

PISSURNO, Marco Antônio Ribas, A parceria pecuária, a patologia da 'vaca-papel' e o novo código civil, <http://jus.com.br/artigos/4221/a-parceria-pecuaria-a-patologia-da-vaca-papel-e-o-novo-codigo-civil>, 2003

POLINSKY, A. Mitchell, An Introduction to Law and Economics, 3ª Ed., New York, Aspen Publishers, 2003

POSNER, Richard, La crisi della democrazia capitalistica, Milano, Università Bocconi, 2010

REALE, Miguel, História do Novo Código Civil, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2005

REALMONTE, Francesco, La rilevanza del dolus bonus, un'altra occasione perduta in I contratti in I contratti, n° 2, p. 129, Assago, IPSOA, 1994

RESCIGNO, Matteo, Interessi, conflitto di interessi e tutela del risparmio: una disciplina in evoluzione in Analisi Giuridica dell'economia in Analisi Giuridica dell'economia, p. 99, Bologna, Il mulino, 2006

RESCIGNO, Pietro (org.), I contratti in generale, Torino, UTET, 1999

RIOLO, Franco, I derivati finanziari: profili economici, giuridici e finanziari, Milano, Edibank, 1993

RODOTÀ, Stefano, Le fonti di integrazione del contratto, Milano, Giuffrè, 2004

ROMANO, Geremia, Interessi del debitore e adempimento, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1995

ROMEO, Filippo, Contratti asimmetrici, codici di settore e tutela del contraente debole in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti, n° 6, p. 440, Milano, Kluwer law international, 2012

ROMEO, Filippo, Informazione e intermediazione finanziaria in Le nuove leggi civili commentate in Le nuove leggi civili commentate, n° 6, p. 647, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2010

ROPPO, Vincenzo, Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito in Rivista di diritto civile in Rivista di diritto civile, n° 4, p. 957, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2013

ROPPO, Vincenzo, trad. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes, O Contrato, Coimbra, Edições Almedina, 2009

ROPPO, Vincenzo, Trattato del Contratto, v. II, Regolamento, Milano, Giuffrè, 2006

ROSA Jr., Luiz Emygdio F. da., Títulos de Crédito, 6ª Ed., Rio de Janeiro, Renovar, 2009

RUSSO, Andrea, Intermediazione finanziaria tra regole di validità e regole di comportamento in Diritto e giurisprudenza in Diritto e giurisprudenza, n° 3, p. 407, Napoli, Jovene Editore, 2008

SALLES, Marcos Paulo de Almeida, O Contrato Futuro, 1ª Ed., São Paulo, Cultura Editores Associados, 2000

SALOMÃO FILHO, Calixto, Regulação da atividade econômica, 2ª Ed., Malheiros Editores, São Paulo, 2008

SALOMÃO NETO, Eduardo, Direito Bancário, São Paulo, Atlas, 2005

SANGIOVANNI, Valerio, Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria in Diritto comunitario e degli scambi internazionali in Diritto comunitario e degli scambi internazionali, n° 2, p. 363, Milano, SEDIT, 2007

SANGIOVANNI, Valerio, Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento in Obbligazioni e contratti in Obbligazioni e contratti, n° 11, p. 759, Milano, Kluwer law international, 2012

SANGIOVANNI, Valerio, Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione in Giurisprudenza italiana: con repertorio generale annuale di giurisprudenza, dottrina e legislazione, n° 4, p. 785, Torino, UTET, 2008

SANGIOVANNI, Valerio, L'informazione degli intermediari sui contratti derivati e la (in-)certezza del diritto in Il corriere del merito in Il corriere del merito, p. 815, Assago, IPSOA, 2011

SANGIOVANNI, Valerio, Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto in Il corriere del merito in Il corriere del merito, p. 973, Assago, IPSOA, 2009

SARTORI, Filippo, Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutela e prospettive MiFID in *Rivista di diritto privato* in *Rivista di diritto privato*, n° 1, p. 25, Cacucci, Bari, 2008

SARTORI, Filippo, Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela, Milano, Giuffrè, 2004

SCARPA, Dario, La responsabilità dell'intermediario finanziario tra regole di condotta e regole di validità in *La responsabilità civile* in *La responsabilità civile*, n° 1, p. 5, Torino, UTET, 2010

SCHIAVONE, Giovanni, La violazione degli obblighi di informazione tra <<regole di comportamento>> e <<regole di validità>> in *Obbligazioni e contratti* in *Obbligazioni e contratti*, n° 11, p. 918, Milano, Kluwer law international, 2007

SCHULZ, Fritz, trad. Vincenzo Arangio Ruiz, I principii del diritto romano, Firenze, Sansoni, 1946

SCOGNAMIGLIO, Renato, Contributo alla teoria del negozio giuridico, Rist. 2ª ed, Napoli, Jovene, 2008

SERPA LOPES, Miguel Maria de, Curso de Direito Civil, v. 1, Rio de Janeiro, Freitas Bastos, 1971

SILVA, José Roberto Dias da, in *Reflexões sobre os Títulos Atípicos: Anotações sobre os Artigos 887 e 889 do Novo Código Civil* in *Reflexões sobre os Títulos Atípicos: Anotações sobre os Artigos 887 e 889 do Novo Código Civil*,

SILVA, José Roberto Dias da, *Reflexões sobre os Títulos Atípicos: Anotações sobre os Artigos 887 e 889 do Novo Código Civil* in *Títulos de Crédito*, São Paulo, Walmar, 2004

SINCLAIR, Euan, *Volatility Trading*, Hoboken, John Wiley & Sons, Inc., 2008

SOUZA Junior, Francisco Satiro de, *Regime Jurídico das Opções Negociadas em Bolsas de Valores*, São Paulo, Tese apresentada para doutoramento em Direito Comercial, 2002

STEPHEN, Frank H., *Teoria econômica do direito*, São Paulo, Makron Books, 1993

SZTAJN, Rachel, *Futuros e swaps: uma visão jurídica*, São Paulo, Cultural Paulista, 1998

SZTAJN, Rachel, *O paradoxo do sistema financeiro estabilidade e risco*, Tese (Professor Titular) apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009

TOMASETTI JR., Alcides, *Transparência e Regime Jurídico nas Declarações Negociais* in *Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil* in *Doutrinas Essencias - Responsabilidade Civil*, Vol. II, pp. 67-104, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2010

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo, Informação assimétrica, custos de transação, princípio da boa-fé, São Paulo, Tese de Doutorado - Universidade de São Paulo, 2007

TOMAZETTE, Marlon, Curso de Direito Empresarial: títulos de crédito., v. 2, São Paulo, Atlas, 2013

TULLIO, Loredana, Eccezione di abuso e funzione negoziale, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005

VELLUZZI, Vito, “4you”: c’è “spazio” per il contratto immeritevole di tutela? in I contratti in I contratti, n° 10, p. 884, Milano, IPSOA, 2006

VETTORI, Giuseppe, Il Contratto Europeo fra regole e principi, Torino, G. Giappichelli Editore, 2015

VIGORITI, Liugi G., Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse in La nuova giurisprudenza civile commentata in La nuova giurisprudenza civile commentata, n° 2, p. 140, Padova, CEDAM - Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2012

VILLANACCI, Gerardo, La buona fede oggettiva, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2013

VIRGA, Walter, Informação e Consenso, Modelli economici e regola giuridica, Torino, G. Giappichelli Editore, 2010

VISINTINI, Giovanna, La reticenza nella formazione dei contratti, Padova, CEDAM, 1972

VITO, Velluzzi, L'abuso del diritto: teoria, storia e ambiti disciplinari, Pisa, ETS, 2012

VOLPE, Fabrizio, La giustizia contrattuale tra autonomia e mercato, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2004

WALDIRIO, Bulgarelli, Títulos de Crédito, 17ª ed., São Paulo, Atlas, 2001

YAZBEK, Otávio, Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, 2ª Ed., Rio de Janeiro, Elsevier, 2009

ZANETTI, Cristiano de Souza, Direito contratual contemporâneo: a liberdade contratual e sua fragmentação, São Paulo, Método, 2008

ZIMMERMANN, Reinhard e WHITTAKER, Simon, Good faith in European contract law, Cambridge, Cambridge University Press, 2000

ZIMMERMANN, Reinhard, The Law of Obligations, Roman Foundations of the Civilian Tradition, New York, Oxford University Press, 1996

ZITIELLO, Luca, La MiFID in Italia: la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari, 2ª ed., Torino, ITA, 2009

ZYLBERZSTAJN, Decio org. e SZTAJN, Rachel org., Direito e economia: análise econômica do Direito e das organizações, Rio de Janeiro, Elsevier, 2005

Tabela 01

	Boa-fê	Substância sobre a forma	Vedação de enriquecimento ilegal	Mitigação de danos	Erro	Proteção à justa expectativa	Dolo	Limitações ao uso da propriedade	Proteção contra evicção	Tratamento igualitário	Abuso de direito	Proteção do hipossuficiente	Exceção de contrato não cumprido	Culpa concorrente	Obrigação de fazer	Onerosidade excessiva	<i>Culpa in contrahendo</i>	Vedação de comportamento contraditório
Cohn (Direito Hebraico)	x	x	x	x	x	x	x											
Stein (Direito Romano)	x	x	x		x	x		x										
Lefebvre (Direito Canônico)		x		x			x	x	x									
Barton (Direito Medieval inglês)	x	x								x								
Afchar (Direito Muçulmano)	x							x		x	x							
Davies (Direito Inglês)	x	x	x		x	x	x	x	x				x	x	x			
Walker (Direito Escocês)	x		x	x			x		x				x		x			
Brown (Direito Norte-americano)	x	x	x		x			x							x	x		
Jeanneau (Direito Francês)	x		x	x			x	x	x		x			x				
Dufaux (Direito Francês)		x	x		x	x	x	x	x		x	x		x	x			
Diederichsen e Gursky (Direito Alemão)	x	x				x	x	x	x		x		x				x	

Tabela 01

	Boa-fé	Substância sobre a forma	Vedação de enriquecimento ilegal	Mitigação de danos	Erro	Proteção à justa expectativa	Dolo	Limitações ao uso da propriedade	Proteção contra evicção	Tratamento igualitário	Abuso de direito	Proteção do hipossuficiente	Exceção de contrato não cumprido	Culpa concorrente	Obrigação de fazer	Onerosidade excessiva	<i>Culpa in contrahendo</i>	Vedação de comportamento contraditório
Esser (Direito Alemão)	x								x		x							
Dutoit (Direito Suíço)	x	x	x		x	x	x	x	x		x							
Renauld (Direito Belga)	x		x	x			x	x			x							
Elders (direito Holandês)	x	x		x			x	x	x		x							
Matteucci (Direito Italiano)	x		x		x		x		x		x			x				
Ollero (Direito Espanhol)				x							x							
Szladits (Direito Húngaro pré-comunista)	x			x	x			x	x		x			x				
Grzybowski (Direito Soviético)	x		x		x				x					x		x		
Hazard (Direito Soviético)	x		x	x	x	x	x	x			x							
Li (Direito Chinês)																		
Wagner (Direito Polonês)	x		x															
Strömholm (Direito Sueco)	x	x	x	x	x	x	x		x					x				



Tabela 01

	Boa-fé	Substância sobre a forma	Vedação de enriquecimento ilegal	Mitigação de danos	Erro	Proteção à justa expectativa	Dolo	Limitações ao uso da propriedade	Proteção contra evicção	Tratamento igualitário	Abuso de direito	Proteção do hipossuficiente	Exceção de contrato não cumprido	Culpa concorrente	Obrigação de fazer	Onerosidade excessiva	<i>Culpa in contrahendo</i>	Vedação de comportamento contraditório
Koshikawa (Direito Japonês)	x	x	x				x				x			x				
Zepos (Direito Grego)	x		x	x							x			x	x			x
Borga (Direito Argentino)	x	x	x	x			x	x			x							
	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>15</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>