

**RAFAEL BIANCHINI ABREU PAIVA**

**Deveres de informação e adequação: responsabilidade civil dos  
intermediários financeiros**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2020**



**RAFAEL BIANCHINI ABREU PAIVA**

**Deveres de informação e adequação: responsabilidade civil dos  
intermediários financeiros**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação do Professor Dr. Rodrigo Octávio Broglia Mendes.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE DIREITO  
São Paulo - SP**

**2020**

Catalogação da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

---

Paiva, Rafael Bianchini Abreu  
Deveres de informação e adequação: responsabilidade  
civil dos intermediários financeiros / Rafael Bianchini  
Abreu Paiva; orientador Rodrigo Octávio Broglia Mendes -  
- São Paulo, 2020.

271

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em  
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,  
Universidade de São Paulo, 2020.  
1. Instituições financeiras. 2. Suitability. 3. Instrumentos complexos.  
4.  
Hedge. 5. Especulação. I. Mendes, Rodrigo Octávio Broglia, orient. II.  
Título.

---

*There is nothing so disastrous as a rational investment policy in an irrational world*

Frase atribuída a John Maynard Keynes

Rafael Bianchini Abreu Paiva. Deveres de informação e adequação: responsabilidade civil dos intermediários financeiros. 270 páginas. Doutorado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2020.

**Resumo:** O objetivo desta tese é apresentar, em perspectiva comparada entre Brasil e União Europeia, quais deveres devem ser impostos aos intermediários financeiros para que seus clientes não profissionais adquiram produtos e serviços adequados aos seus conhecimentos, experiências, necessidades, objetivos e situação financeira e, em caso de descumprimento desses deveres, as hipóteses e a extensão da responsabilidade civil dos intermediários financeiros. Nesse sentido, a crise financeira internacional de 2008 foi um divisor de águas por evidenciar problemas na distribuição de diversos instrumentos financeiros e resultar em diversos processos administrativos e judiciais, bem como reação de reguladores em diferentes jurisdições. Este trabalho está dividido em quatro Capítulos, cuja estrutura é a seguinte: I. Processo decisório e mercados financeiros: 1. As decisões individuais segundo a Teoria Neoclássica; 2. Risco, retorno e a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME); 3. Falhas de mercado; 4. Racionalidade limitada: vieses cognitivos e emocionais do processo decisório; 5. Agentes quase racionais e Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF); II. Intermediação e inovações financeiras: 1. A atividade de intermediação financeira; 2. Inovações financeiras de primeira geração e ciclo de endividamento privado; 3. Inovações financeiras recentes: moeda eletrônica, pagamentos instantâneos, criptoativos e *stablecoins*; III. Deveres de informação e adequação (*suitability*): 1. Princípios gerais e recomendações das organizações internacionais; 2. Deveres de informação e adequação na União Europeia; 2.1. Antes da crise financeira de 2008; 2.2. Reformas a partir da crise financeira de 2008; 3. Deveres de informação e adequação no Brasil; 3.1 Crédito rotativo; 3.2 Jurisprudência; 3.3 Decisões da CVM; IV. Responsabilidade civil. Considerações finais.

**Palavras-chave:** *suitability*; instituições financeiras; inovações financeiras; produtos financeiros complexos; moeda eletrônica; criptoativos; criptomoedas; *stablecoins*.

Rafael Bianchini Abreu Paiva. Information and suitability requirements: liability of financial intermediaries. 270 pages. Doctorate, Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, January, 2020.

**Abstract:** The purpose of this thesis is to present, in a comparative perspective between Brazil and the European Union, which duties should be imposed on financial intermediaries so that their non-professional clients acquire products and services that are suitable for their knowledge, experience, needs, objectives and financial situation. In the event of non-compliance with these duties, the hypothesis and the extent of financial intermediaries' liability. In this sense, the international financial crisis of 2008 was a watershed because it highlighted problems in the distribution of various financial instruments and, consequently, many lawsuits, as well as regulators' reaction in different jurisdictions. This thesis is divided into four chapters, structured as follows: I. Decision making and financial markets: 1. Individual decisions according to the Neoclassical Theory; 2. Risk, return and the Efficient Markets Hypothesis (EMH); 3. Market failures; 4. Bounded rationality: decision making's cognitive and emotional biases; 5. Quasi-rational agents and Financial Instability Hypothesis (FIH); II. Financial intermediation and innovations: 1. The financial intermediation activity; 2. First generation financial innovations and private debt cycle; 3. Recent financial innovations: e-money, instant payments, cryptoassets and stablecoins; III. Duties of information and suitability: 1. General principles and recommendations from international organizations; 2. Suitability in the European Union; 2.1. Before the 2008 financial crisis; 2.2. Reforms from the 2008 financial crisis; 3. Suitability in Brazil; 3.1 Credit cards and overdraft; 3.2 Courts and suitability; 3.3 Suitability at CVM; 3.3 Considerations about decisions mentioning suitability; IV. Tort law. Final remarks.

**Keywords:** suitability; financial institutions; financial innovations; complex financial products; e-money; cryptoassets; cryptocurrencies; stablecoins.

Rafael Bianchini Abreu Paiva. Deberes de información e idoneidad: responsabilidad civil de los intermediarios financieros. 270 páginas. Doctorado, Facultad de Derecho, Universidad de São Paulo, São Paulo, Enero del 2020.

**Resumen:** El objetivo de esta tesis es presentar, en una perspectiva comparativa entre Brasil y la Unión Europea, cuales obligaciones se deben imponer a los intermediarios financieros para que sus clientes no profesionales adquieran productos y servicios que sean idóneos a su conocimiento, experiencia, necesidades, objetivos y situación financiera. Y, en caso de incumplimiento de estas obligaciones, los supuestos y el alcance de la responsabilidad civil de los intermediarios financieros. En este sentido, la crisis financiera internacional del 2008 fue un punto de inflexión porque puso en evidencia los problemas en la distribución de instrumentos financieros y tuvo como consecuencia diversos procesos administrativos y judiciales, así como la reacción de los reguladores en diferentes jurisdicciones. La tesis se divide en cuatro capítulos, cuya estructura es la siguiente: I. Toma de decisiones y mercados financieros: 1. Decisiones individuales de acuerdo con la teoría neoclásica; 2. Riesgo, retorno y la hipótesis de los mercados eficientes (HME); 3. Fallas del mercado; 4. Racionalidad limitada: sesgos cognitivos y emocionales en la toma de decisiones; 5. Agentes cuasi racionales e hipótesis de la inestabilidad financiera (HIF); II Intermediación financiera e innovaciones: 1. La actividad de intermediación financiera; 2. Innovaciones financieras de primera generación y ciclo de endeudamiento privado; 3. Innovaciones financieras recientes: dinero electrónico, pagos instantáneos, criptoactivos y monedas estables; III. Deberes de información e idoneidad: 1. Principios generales y recomendaciones de organizaciones internacionales; 2. Deberes de información e idoneidad en la Unión Europea; 2.1. Antes de la crisis financiera de 2008; 2.2. Reformas de la crisis financiera de 2008; 3. Deberes de información e idoneidad en Brasil; 3.1 Tarjeta de crédito y descuberto tácito; 3.2 Jurisprudencia; 3.3 Decisiones CVM; IV. Responsabilidad civil. Consideraciones finales.

**Palabras clave:** suitability; instituciones financieras; innovaciones financieras; productos financieros complejos; dinero electrónico; criptoactivos; criptomonedas; monedas estables.

# SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	1
CAPÍTULO I: PROCESSO DECISÓRIO E MERCADOS FINANCEIROS .....	5
1.1 As decisões individuais segundo a Teoria Neoclássica .....	7
1.2 Risco, retorno e a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) .....	11
1.3 Falhas de mercado .....	19
1.4 Racionalidade limitada: vieses cognitivos e emocionais do processo decisório .....	34
1.5 Agentes quase racionais e Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) .....	50
1.6 Conclusão parcial.....	54
CAPÍTULO II: INTERMEDIAÇÃO E INOVAÇÕES FINANCEIRAS.....	56
2.1 A atividade de intermediação financeira .....	58
2.2 Inovações financeiras de primeira geração e ciclo de endividamento privado.....	69
2.3 Inovações financeiras recentes: moeda eletrônica, pagamentos instantâneos, criptoativos e <i>stablecoins</i> .....	82
2.4 Conclusão parcial.....	102
CAPÍTULO III: DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO ( <i>SUITABILITY</i> ) .....	104
3.1 Princípios gerais e recomendações de organizações internacionais .....	106
3.2 Deveres de informação e adequação na União Europeia.....	120
3.2.1 Normas vigentes no início da crise financeira de 2008 .....	125
3.2.1.1 Diretiva 87/102, relativa a contratos de crédito aos consumidores .....	125
3.2.1.2 Diretivas 2004/39 e 2006/73 (DMIF/MiFID I), relativas aos mercados de instrumentos financeiros .....	131
3.2.1.3 Diretivas 2002/92 e 2002/83, relativas, respectivamente, à mediação de seguros e aos seguros de vida .....	151
3.2.2 Reformas induzidas pela crise financeira de 2008.....	156
3.2.2.1 Diretivas 2008/48 e 2014/17, relativas aos contratos de crédito de consumo e financiamento de imóveis de habitação .....	156
3.2.2.2 Diretiva 2014/65 (DMIF/MiFID II) e Regulamento Delegado 2017/565 (RMIF/MiFIR), relativos aos mercados de instrumentos financeiros .....	162
3.2.2.3 Diretiva 2016/97 e Regulamento Delegado 2017/2359, relativos à distribuição de seguros .....	178
3.3 Deveres de informação e adequação no Brasil .....	186
3.3.1 Mudanças recentes nas normas do crédito rotativo .....	199

3.3.2 Jurisprudência .....	210
3.3.3 Decisões da CVM .....	214
3.4 Conclusão parcial.....	218
CAPÍTULO IV: RESPONSABILIDADE CIVIL POR VIOLAÇÃO DOS DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO .....	220
4.1 Invalidade.....	221
4.2 Responsabilidade civil .....	224
4.3 Conclusão parcial.....	241
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	242
BIBLIOGRAFIA .....	245
DECISÕES ADMINISTRATIVAS.....	267
JURISPRUDÊNCIA .....	268

## SIGLAS E ABREVIATURAS

ABCD	Associação Brasileira de Crédito Digital
ABFINTECHS	Associação Brasileira de Fintechs
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCB	Banco Central do Brasil
BCE	Banco Central Europeu
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BNDES	Banco de Desenvolvimento Econômico e Social
BoE	<i>Bank of England</i>
BRL	real brasileiro
BSM	BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados
B3	Brasil Bolsa Balcão
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CDO	<i>Collateralized Debt Obligations</i>
CDS	<i>Credit-default swap</i>
CESR	<i>Committee of European Securities Regulators</i>
CFTC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
CGFS	<i>Committee on the Global Financial System</i>
CHF	franco suíço
CME	<i>Chicago Mercantile Exchange</i>
CMN	Conselho Monetário Internacional
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
COE	Certificado de Operações Estruturadas
CONSOB	<i>Commissione Nazionale per le Società e la Borsa</i>
CPC	Contraparte Central
CPMI	<u><i>Committee on Payments and Market Infrastructures</i></u>
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CTVM	Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DDS	Diretiva de Distribuição de Seguros
DLT	<i>Distributed Ledger Technology</i>
DMIF	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros
DOL	Contrato futuro de dólar comercial
DTVM	Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários
EBA	<i>European Banking Authority</i>
ECB	<i>European Central Bank</i>
ECU	<i>European Currency Unit</i>
EIOPA	<i>European Insurance and Occupational Pensions Agency</i>
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority</i>
ETF	<i>Exchange-traded Fund</i>
EUR	euro
Euribor	<i>Euro Interbank Offered Rate</i>
FCA	<i>Financial Conduct Authority</i>
FECOMERCIOSP	Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo
FED	<i>Federal Reserve</i>
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FINE	<i>Finnish Financial Ombudsman Bureau</i>
FIN-FSA	<i>Finnish Financial Services Authority</i>
FINMA	<i>Swiss Financial Market Supervisory Authority</i>
FINRA	<i>Financial Industry Regulatory Authority</i>
FSB	<i>Financial Stability Board</i>
GBP	libra esterlina
HME	Hipótese dos Mercados Eficientes
HIF	Hipótese da Instabilidade Financeira
HUF	forinte húngaro
IAIS	<i>International Association of Insurance Supervisors</i>

IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBRX-50	Índice Brasil 50
ICAEC	Índice de Condições Atuais do Empresário do Comércio
ICC	Índice de Confiança do Consumidor
ICO	<i>Initial Coin Offering</i>
ICEA	Índice de Condições Econômicas Atuais
ICEC	Índice de Confiança do Empresário do Comércio
IDD	<i>Insurance Distribution Directive</i>
IEC	Índice de Expectativas do Consumidor
IEEC	Índice de Expectativas do Empresário do Comércio
IIEC	Índice de Investimento do Empresário do Comércio
IMF	Infraestruturas do Mercado Financeiro
IND	Contrato futuro de Ibovespa
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i>
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IRHP	<i>interest rate hedging products</i>
KWh	Kilowatt-hora
Libor	<i>London Interbank Offered Rate</i>
MB	<i>Megabyte</i>
MiFID	<i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
MTF	<i>Multilateral Trading Facility</i>
NASAA	<i>North American Securities Administrators Association</i>
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional - Série B
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OICV	Organização Internacional das Comissões de Valores
P2P	<i>Peer-to-peer</i>
PAS	Processo Administrativo Sancionador
PF	Pessoa Física

PGBL	Plano Gerador de Benefícios Livres
PIB	Produto Interno Bruto
PIBB	Papéis de Índice Brasil Bovespa
PJ	Pessoa Jurídica
PME	Pesquisa Mensal de Emprego
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios
REB	Relatório de Economia Bancária
RMIF	Regulamento dos Mercados de Instrumentos Financeiros
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEBRAE	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SFH	Sistema Financeiro da Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SGS	Sistema Gerenciador de Séries Temporais
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STR	Sistema de Transferência de Reservas
TAEG	Taxa Anual de Encargos Efetiva Global
TLP	Taxa de Longo Prazo
TJRS	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
TR	Taxa Referencial
TRF	Tribunal Regional Federal
TWh	Terawatt-hora
USD	Dólar dos Estados Unidos da América
VGBL	Vida Gerador de Benefícios Livres
WDO	Contrato futuro mini de dólar comercial
WIN	Contrato futuro mini de Ibovespa

## GRÁFICOS

Gráfico 1: Rendimento acumulado – ETF PIBB IBrX-50 x Selic

Gráfico 2: Rendimentos anualizados entre ago/04 e ago/19 e taxas de administração em jun/19

Gráfico 3: Saldo do crédito concedido no SFN/PIB

Gráfico 4: Taxa de juros (% a.a.) x inadimplência (% carteira) por segmento e tomador

Gráfico 5: Taxa de juros (% a.a.) x inadimplência (% carteira) no segmento livre para tomadores PJ

Gráfico 6: Taxa de juros (% a.a.) x inadimplência (% carteira) no segmento livre para tomadores PF

Gráfico 7: Índice de Confiança do Consumidor (ICC)

Gráfico 8: Índice de Confiança do Empresário do Comércio (ICEC)

Gráfico 9: Derivativos - valor nocional (USD trilhões)

Gráfico 10: Derivativos de balcão - valor de mercado (USD trilhões)

Gráfico 11: Derivativos de balcão - exposição após compensação bilateral (USD trilhões)

Gráfico 12: Endividamento privado e preço de imóveis residenciais nos Estados Unidos

Gráfico 13: Prêmios brutos de seguro em países da OCDE (USD trilhões)

Gráfico 14: Endividamento do setor privado não financeiro/PIB em 1970

Gráfico 15: Endividamento do setor privado não financeiro/PIB em 1998

Gráfico 16: Endividamento do setor privado não financeiro/PIB em 2008

Gráfico 17: Endividamento do setor privado não financeiro/PIB em 2018

Gráfico 18: Participação dos pagamentos instantâneos nas ordens de pagamentos efetuadas sem meio circulante

Gráfico 19: Rendimento acumulado – Bitcoin x ETF PIBB IBrX-50

Gráfico 20: Número de transações por segundo (2017)

Gráfico 21: Consumo de energia elétrica - KWh por transação (dez/19)

Gráfico 22: Consumo de energia elétrica - TWh por ano (fev/17 a dez/19)

Gráfico 23: Consumo de energia elétrica em países selecionados - TWh por ano (dez/19)

Gráfico 24: Desvio-padrão dos rendimentos diárias nos últimos 12 meses

Gráfico 25: Libor 3 meses (% a.a.)

Gráfico 26: Dólar comercial de venda (direita) e efetivo (esquerda: jun/94 = 100)

Gráfico 27: IPCA e Selic acumulados em 12 meses (%)

Gráfico 28: Cartão de crédito - parcelado e rotativo

Gráfico 29: Composição do saldo devedor do cartão de crédito

Gráfico 30: Cheque especial para pessoa física

Gráfico 31: Percentual do tempo de uso do cheque especial por faixa de renda

Gráfico 32: Percentual do tempo de uso do cheque especial por escolaridade

Gráfico 33: Percentual do tempo de uso do cheque especial por idade

## INTRODUÇÃO

A globalização tem sido marcada por crises financeiras, com destaque para ataques especulativos contra moedas de países emergentes entre a segunda metade da década de 1990 e o início da década de 2000 e pânico generalizado a partir da quebra do *Lehman Brothers*, em setembro de 2008. O aspecto comum à maioria dessas crises é serem precedidas por períodos de excessivo otimismo, nos quais a tomada excessiva de riscos é incentivada e a precaução penalizada. Nessa fase do ciclo econômico, até mesmo agentes econômicos prudentes se veem forçados a seguir o consenso para não perder participação no mercado. Mesmo quando os sinais de fragilidade financeira se tornam evidentes, a profundidade das crises tende a ser subestimada pelas expectativas dominantes.

Quando a crise se instaura, o equilíbrio econômico de diversos negócios jurídicos é afetado. Mesmo que a mudança nos fundamentos estivesse formalmente compreendida pela álea dos negócios jurídicos, parcela considerável, talvez a maioria, dos agentes econômicos subestimou, negligenciou ou não conhecia os riscos incorridos, resultando em intensa judicialização. Como os agentes econômicos interagem em mercados formatados juridicamente, a compreensão das crises demanda enfoque interdisciplinar entre as Ciências Econômicas e Jurídicas. Assim como a análise macroeconômica das crises financeiras pressupõe microfundamentos, a análise jurídica requer exame dos negócios jurídicos realizados. Nesse sentido, a questão central é compreender o que leva agentes econômicos racionais, sujeitos ativos e probos, a assumir riscos que, analisados de uma perspectiva *ex-post*, são notoriamente excessivos.

Como em quase todas as crises financeiras das últimas décadas os derivativos têm desempenhado papel preponderante, minha pesquisa de mestrado foi sobre esses instrumentos financeiros, resultando na dissertação intitulada “*Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos*”, defendida em 1º de julho de 2015. Ao investigar a doutrina e jurisprudência europeia, constatei que os atributos dos derivativos que se revelaram problemáticos após a crise de 2008 eram muito similares aos do Brasil. Na União Europeia, os aumentos sucessivos das taxas de juros aumentavam os custos dos

financiamentos a taxas flutuantes, ao passo que, no Brasil, a apreciação progressiva do real frente ao dólar prejudicava a situação dos exportadores. Como as expectativas de mercado eram de continuidade na tendência de apreciação do real e de alta das taxas de juros europeias, derivativos que proporcionassem proteção total eram caros e eventualmente inviáveis. Uma forma de baratear a proteção eram contratos que proporcionassem proteção apenas para variações limitadas do dólar e dos juros, respectivamente. Nos dois casos, a mudança abrupta e contrária às expectativas dominantes nas variáveis de mercado acarretou perdas consideráveis com esses instrumentos financeiros. Paradoxalmente, a alta do dólar acarretou grandes dificuldades a diversos exportadores brasileiros e a queda nas taxas de juros prejudicou inúmeros prestatários europeus, forte indício de que havia algo mais que imprudência e erros de estratégia.

No Brasil, a jurisprudência relativa aos derivativos foi amplamente favorável às instituições financeiras, enquanto que, na União Europeia, houve diversas decisões de invalidade e revisão contratual. Uma importante razão para isso é que, em mercados emergentes, o acesso a derivativos de balcão costuma ser limitado a empresas de grande porte, em oposição aos mercados avançados, nos quais o acesso a instrumentos financeiros mais complexos é mais amplo. Outra razão é que, na União Europeia já estavam vigentes normas prevendo a obrigação de que os intermediários financeiros verificassem, previamente à oferta e contratação, a adequação de produtos e serviços ofertados às necessidades de seus clientes (*suitability*), criando parâmetros objetivos de avaliação para os julgadores. As normas brasileiras de *suitability* são posteriores a 2008.

Como em todo processo negocial, há deveres informacionais que recaem com mais intensidade sobre aqueles que exercem atividade econômica especializada, no caso, os intermediários financeiros. Entretanto, nas últimas décadas, tornou-se evidente para organismos internacionais, legisladores e reguladores que o cumprimento do dever de informar é condição necessária, mas não suficiente, para que clientes não profissionais adquiram produtos e serviços adequados. Devido à sua situação informacional privilegiada, cabe aos intermediários financeiros assegurar que os produtos e serviços ofertados sejam condizentes com os conhecimentos, experiências, necessidades, objetivos e situação

financeira de seus clientes. Nesse sentido, o dever de adequação pressupõe o dever de informação.

A hipótese inicial da tese era que, por dizerem respeito à fase pré-negocial, o descumprimento dos deveres de informação e de adequação resultaria na anulabilidade fundada no erro substancial ou dolo. Embora isso possa ocorrer, há três razões pelas quais essa hipótese não abrange todas as situações de inadequação de produtos e serviços: i. os deveres de informação e adequação não se restringem à fase pré-negocial, pois mudanças nos atributos dos produtos e serviços adquiridos e/ou dos clientes geram a necessidade de reavaliação periódica; ii. frequentemente, diferentes agentes criam, emitem e distribuem produtos e serviços financeiros, de modo que a declaração de invalidade pode penalizar quem não cometeu ilícito e/ou não responsabilizar quem cometeu o ilícito; iii. a invalidade nem sempre resulta em compensação apropriada à extensão do dano: nos casos de sobreendividamento, o benefício que o tomador obteve com o crédito deve ser levado em conta e, nos casos de investimentos inadequados aos clientes, a extensão do dano é o custo de oportunidade de investir em um produto adequado. Portanto, a anulabilidade por erro ou dolo são casos particulares do regime de responsabilidade civil dos intermediários financeiros.

Os quatro capítulos da tese refletem o percurso lógico do argumento desenvolvido. O Capítulo I trata da relação entre agentes econômicos e mercados, apresentando diferentes abordagens sobre o processo decisório e hipóteses sobre a dinâmica dos mercados financeiros. O Capítulo II visa a identificar os intermediários financeiros – regulados e não regulados – e as inovações financeiras de primeira e de segunda geração. O objetivo desses capítulos é identificar o fundamento econômico da imposição, aos intermediários financeiros, do dever de adequação.

O Capítulo III aborda as recomendações de organismos internacionais, a legislação comunitária europeia e a legislação brasileira relativas à adequação de produtos e serviços financeiros aos clientes, além de algumas decisões administrativas e judiciais relativas ao tema. O que se busca responder é quais deveres de conduta devem ser cumpridos pelos

intermediários financeiros para assegurar a adequação de produtos e serviços adquiridos pelos clientes não profissionais e quais lições podem ser aprendidas a partir da crise financeira de 2008. Por fim, o Capítulo IV tem como objetivo sistematizar as situações nas quais o intermediário financeiro deve ser responsabilizado pela inadequação de produtos e serviços contratados pelos seus clientes e, sendo o intermediário responsável, qual a extensão do dano.

Em suma, o primeiro capítulo explica o porquê de se impor deveres de informação e de adequação, o segundo capítulo responde sobre quem recaem esses deveres e quais produtos e serviços trazem os maiores desafios para clientes não profissionais, o terceiro capítulo descreve em que consistem os deveres de informação e de adequação e o último capítulo sistematiza as consequências, na esfera cível, do descumprimento dos referidos deveres.

## **CAPÍTULO I: PROCESSO DECISÓRIO E MERCADOS FINANCEIROS**

Este Capítulo aborda as relações entre agentes econômicos e mercados financeiros que permeiam o objeto desta tese. Como o Direito e a Economia descrevem os mesmos fenômenos sociais e exercem influência recíproca, frequentemente serão traçados paralelos entre as duas áreas.

O item 1 descreve de maneira resumida como se dá o processo decisório dos agentes econômicos de acordo com a Teoria Neoclássica, cuja base são as hipóteses comportamentais do egoísmo e da racionalidade, sendo esta baseada nos axiomas da completude de preferências, transitividade e não saciedade. A incorporação dos riscos à descrição do processo decisório por meio da teoria da utilidade esperada procura explicar as diferentes posturas frente ao risco.

O item 2 descreve meios pelos quais os agentes econômicos podem reduzir seu risco (transferência, agrupamento e diversificação) e aumentar o retorno esperado (assumindo mais riscos). A conjunção das teorias de finanças com os pressupostos da Teoria Neoclássica resultou no desenvolvimento da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), subjacente a diversos modelos de apreçamento de instrumentos financeiros e que foi a base teórica do processo de desregulamentação e liberalização financeira global desde o final do século XX. Em sua versão positiva, a HME significa que os preços incorporam todas as informações disponíveis para o público e que, em regra, não se pode superar sistematicamente o desempenho médio do mercado. Em sua versão normativa, a HME defende que a intervenção estatal se limite a aumentar a transparência dos mercados.

O item 3 aborda as falhas de mercado causadas pelas assimetrias de informações, externalidades e bens públicos. Há duas razões pelas quais o tema é pertinente para este trabalho. A primeira é porque, havendo falhas de mercado, admite-se intervenção estatal, mesmo sem se questionar as hipóteses e axiomas da Teoria Neoclássica. A segunda é que,

além das economias de escala típicas da especialização, a mitigação de falhas de mercado é intrínseca à atividade de intermediação financeira. As assimetrias de informação estão presentes nos mercados de crédito, emissões de valores mobiliários, gestão de recursos de terceiros e seguros. As externalidades de rede, por sua vez, caracterizam mercados de bolsa, plataformas de negociação de instrumentos financeiros e sistemas de pagamentos. Por fim, a estabilidade financeira, um dos objetivos da regulação da atividade de intermediação financeira, enquadra-se como bem público.

O item 4 é sobre os questionamentos da hipótese da racionalidade dos agentes econômicos feitos pela Economia Comportamental. A partir de diversos experimentos, constata-se que o processo decisório é influenciado por vieses cognitivos (heurísticas) e emocionais. Os vieses cognitivos facilitam o processo decisório e podem ser entendidos como uma forma de diminuir o custo de obtenção de informações. Já os aspectos emocionais do processo decisório dificilmente se compatibilizam com a noção de racionalidade.

O item 5 apresenta uma tipologia de agentes do mercado financeiro, focando naqueles que não agem de maneira plenamente racional por terem demanda positivamente correlacionada com o preço dos instrumentos financeiros. Diferentemente da HME, que vê nos comportamentos irracionais oportunidades de lucro prontamente exploráveis, os autores apresentados no item 5 enfatizam a possibilidade de persistência no tempo dos efeitos das decisões de agentes irracionais sobre os preços dos instrumentos financeiros. De acordo com a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF), a instabilidade decorre da própria lógica dos mercados, tornando a intervenção estatal imperativa.

O último item traz a conclusão do Capítulo I, de que o distanciamento das hipóteses de racionalidade dos agentes econômicos e da eficiência dos mercados leva à aceitação de maior o grau de interferência estatal na autonomia privada.

## 1.1 AS DECISÕES INDIVIDUAIS SEGUNDO A TEORIA NEOCLÁSSICA

A Teoria Neoclássica é o ponto de partida deste Capítulo devido à sua hegemonia entre economistas. Para David COLANDER, Hic HOLT e Barkley ROSSER (2003)<sup>1</sup>, embora existam diversas nuances entre autores e universidades, a Teoria Neoclássica se baseia naquilo que chamam de Santíssima Trindade: i. as hipóteses comportamentais do egoísmo e ii. da racionalidade, iii. bem como a noção de equilíbrio como tendência para a qual a interação dos agentes econômicos converge.

Kennet Joseph ARROW (1951)<sup>2</sup>, considerado um dos fundadores da moderna Teoria Neoclássica, descreve como as decisões individuais dos agentes econômicos levam ao equilíbrio<sup>3</sup>. Devido ao egoísmo, cada agente econômico visa à maximização do próprio nível de bem-estar, que pode ser descrito matematicamente como uma função de utilidade, na qual valores mais altos estão associados a níveis mais elevados de bem-estar. A racionalidade assegura que os agentes econômicos empreguem os recursos e meios disponíveis da melhor maneira possível, sendo o equilíbrio o resultado esperado desse processo. A hipótese da racionalidade se alicerça em três axiomas: completude de preferências, transitividade e não saciedade. A completude de preferências garante que as pessoas sejam capazes de atribuir a cada alternativa um nível de utilidade. A transitividade ou consistência das preferências assegura que as escolhas sejam lógicas, ou seja, se A é preferível ou indiferente a B e B é preferível ou indiferente a C, A é necessariamente preferível ou indiferente a C. A não saciedade faz com que maiores quantidades de determinado bem aumentem ou, na pior das hipóteses, mantenham o nível de satisfação dos agentes econômicos. Desses axiomas decorre que a diminuição das opções disponíveis para os indivíduos irá reduzir ou, na melhor das hipóteses, manter o nível de bem-estar.

---

<sup>1</sup> COLANDER, David; HOLT, Hic; ROSSER, Barkley (2003). *The Changing Face of Mainstream Economics*. Middlebury College Economics Discussion Paper Nº 03-27, November 2003.

<sup>2</sup> ARROW, Kenneth Joseph (1951). *Social Choice and Individual Values*. New Haven and London: Yale University Press, 1951, 2nd Edition.

<sup>3</sup> Nos manuais de microeconomia, a teoria da decisão individual é tratada nos capítulos sobre “teoria do consumidor”. Apesar da nomenclatura, a teoria visa a descrever a tomada de decisões de diversos agentes econômicos, não se restringindo ao conceito jurídico de consumidor. Para evitar confusões, utilizamos a nomenclatura “teoria das decisões individuais”. Nesse sentido, ver PINDYCK, R.S. & RUBINFELD, D.L. *Microeconomia*. Sexta Edição. Tradução Eleutério Prado, Thelma Guimarães. São Paulo, Pearson Prentice Hall, 2006, pp. 53-158.

Diante de diferentes combinações de bens ou insumos, os indivíduos são capazes de ordenar alternativas mutuamente excludentes de acordo com o nível de utilidade proporcionado, escolhendo, entre as alternativas possíveis, a combinação que maximiza a utilidade. Como as funções de utilidade representam julgamentos subjetivos de valor, elas apenas revelam ordenações de preferências individuais, não sendo possível agregar nem comparar funções de utilidade de diferentes indivíduos. Uma consequência disso é o chamado Teorema da Impossibilidade de Arrow, segundo o qual a racionalidade coletiva não resulta da soma das racionalidades individuais.

A Análise Econômica do Direito frequentemente vê nas hipóteses comportamentais do egoísmo e da racionalidade padrões de conduta esperados úteis para a interpretação dos negócios jurídicos. Ao explorar diferentes métodos de interpretação de termos contratuais ambíguos, Richard A. POSNER (2004, pp. 1589-1592)<sup>4</sup> considera superiores aqueles que buscam resolver as ambiguidades a partir da identificação da vontade das partes, porque ninguém estaria em melhor posição que as partes para julgar seus próprios interesses. A regra de interpretação dos negócios jurídicos *contra proferentum*, atribuindo “*o sentido que for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável*” (CC, art. 113, § 1º, IV) também parte do reconhecimento que os agentes econômicos irão agir de acordo com os próprios interesses sempre que puderem. Como o objetivo dessa regra é reequilibrar relações negociais assimétricas, POSNER (2004, pp. 1607-1608) entende haver duas situações nas quais a interpretação *contra proferentum* não oferece uma solução adequada: quando a parte que não redigiu o contrato é sofisticada e/ou tem informações que sua contraparte não dispõe relativas à contingência relacionada ao termo em disputa. A presunção do egoísmo também está presente na regra segundo a qual “*os negócios jurídicos benéficos e a renúncia interpretam-se estritamente*” (CC, art. 114).

A Lei 13.874/2019 passou a incluir explicitamente a “*racionalidade econômica das partes*” (CC, art. 113, § 1º, V) entre os aspectos a serem levados em conta na interpretação

---

<sup>4</sup> POSNER, Richard A. (2004). *The Law and Economics of Contract Interpretation*. 83 Texas Law Review, pp. 1581-1614. Disponível em [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal_articles) . Acesso em 30.08.2019.

dos negócios jurídicos<sup>5</sup>. Uma das formas pelas quais o Direito incorpora a noção de racionalidade é a capacidade civil, pois os civilmente incapazes (CC, arts, 3º e 4º) são aqueles com maior propensão a adotar comportamentos irracionais. Por essa razão, a validade do negócio jurídico pressupõe agente capaz (CC, art. 104, I)<sup>6</sup>. Também é possível traçar paralelos entre regras de interpretação dos negócios jurídicos e os axiomas que embasam a hipótese da racionalidade.

O axioma da completude é análogo à regra de interpretação dos negócios jurídicos “conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração” (CC, art. 113, caput), pois a boa-fé, segundo Clóvis V. do COUTO E SILVA (2007, pp. 35-36)<sup>7</sup>, guarda importante relação com a hermenêutica integradora, permitindo que se dê “*justa medida à vontade que se interpreta*”, integrando “*o conteúdo do negócio jurídico com outros deveres que não emergem diretamente da declaração.*”. O axioma da transitividade dá previsibilidade ao comportamento dos agentes econômicos e seu equivalente jurídico é o respeito à confiança gerada, como ocorre na interpretação dos negócios jurídicos conforme sentido “*confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio*” (CC, art. 113, § 1º, I), na vedação ao rompimento injustificado das negociações e ao comportamento contraditório que caracterizam abuso de direito (CC, art. 187)<sup>8</sup>. Por fim, a não-saciedade é compatível com a presunção de aceitação de doação não sujeita a encargo quando o donatário, ciente do prazo para aceitação, não declarar se aceita ou não a liberalidade (CC, art. 539), bem como à dispensa de aceitação para doações puras feitas a absolutamente incapazes (CC, art. 543).

---

<sup>5</sup> CC, art. 113, (...) § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: (...) V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração. (...).

<sup>6</sup> Vide, por exemplo, COOTER, R & ULEN, T (2016). *Law and Economics*. 6th edition. Berkeley: Hardcover, 2016, pp. 341-343. Disponível em [https://scholarship.law.berkeley.edu/books/2/?utm\\_source=scholarship.law.berkeley.edu%2Fbooks%2F2&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.berkeley.edu/books/2/?utm_source=scholarship.law.berkeley.edu%2Fbooks%2F2&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages). Acesso em 31.10.2019.

<sup>7</sup> COUTO E SILVA, Clóvis V. *A Obrigaçāo Como Processo. Reimpressão*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007. Originalmente apresentado como tese de livre-docência à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul em 1964.

<sup>8</sup> ZANETTI, Cristiano de Souza. *Princípios*. pp. 59-77. In. MORRIS, Amanda Zoe; BARROSO, Lucas Abreu (Coord.) *Direito dos Contratos*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008. [Direito Civil: 3 / Orientação Giselda M. F. Novaes Hironaka]

John VON NEUMANN e Oskar MORGENSTERN (2004, pp. 1-45)<sup>9</sup> incorporam os riscos à teoria da decisão individual neoclássica, erigindo a hipótese da utilidade esperada, definida como a média da utilidade de todos os resultados possíveis, ponderadas pelas respectivas probabilidades. Por meio de sofisticada demonstração matemática, VON NEUMANN e MORGENSTERN (2004) demonstram que a maximização da utilidade equivale à maximização da utilidade. A hipótese da utilidade esperada é uma forma de explicar porque a maioria das pessoas não é indiferente entre alternativas de riscos diferentes e mesmo valor esperado. Apenas os agentes neutros frente ao risco, ou seja, indiferentes entre renda certa e renda incerta com mesmo valor esperado, maximizam o valor esperado. São avessas ao risco as pessoas que preferem uma renda certa a uma renda incerta com mesmo valor esperado. A propensão ao risco, que não se confunde com a imprudência, ocorre quando o agente prefere uma renda incerta a uma renda certa com mesmo valor esperado.

Se a propensão ao risco fosse apenas uma questão de preferências individuais, não seria possível explicar como algumas pessoas simultaneamente gastam em apostas altamente arriscadas, como bilhetes de loteria, contratam seguros e investem seus recursos em aplicações de baixo risco e rendimento, como caderneta de poupança. Milton FRIEDMAN e John Lucian SAVAGE (1948)<sup>10</sup> defendem a hipótese que, além de diferenças entre pessoas e grupos, as posturas frente ao risco dependeriam de variações na utilidade marginal da renda. Embora sempre positiva, a utilidade marginal da renda seria decrescente até um certo nível de renda, crescente desse patamar até um nível superior e decrescente para níveis de renda mais altos. Em decorrência disso, as pessoas seriam mais propensas ao risco com menores valores, como prêmios de bilhetes de loteria, avessas ao risco com valores intermediários, o que explicaria o apelo da caderneta de poupança, e propensas ao risco com níveis maiores de renda. Isso explica também a racionalidade das pessoas que contratam seguros de vida com componente de investimento de maior risco (Vide Capítulo III, item 1 e subitens 2.1.3 e 2.2.3).

---

<sup>9</sup> VON NEUMANN, John & MORGENSTERN, Oskar (2004). *Theory of games and economic behavior*. Ed. sixtieth-anniversary, Princeton.

<sup>10</sup> FRIEDMAN, Milton; SAVAGE, John Lucian (1948). *The Utility Analysis of Choices Involving Risk*. The Journal of Political Economy, Volume 56, Issue 4, August, 1948, pp. 279-304.

## 1.2 RISCO, RETORNO E A HIPÓTESE DOS MERCADOS EFICIENTES (HME)

Uma consequência das diferentes posturas frente ao risco é que os agentes econômicos podem atingir nível mais elevado de bem-estar transferindo riscos, mediante remuneração, para outros agentes com maior tolerância ao risco. Isso ocorre, por exemplo, com os derivativos financeiros, em que se transfere o risco de variação de determinada grandeza, como preço de mercadorias, cotação de moedas, taxas de juros ou outros preços. Entretanto, a transferência de riscos nem sempre é possível ou economicamente viável.

A redução de riscos também pode ser alcançada pelo agrupamento de riscos semelhantes, pois estatisticamente, na medida em que uma amostra aumenta, sua média tende à da população. Em grande medida, essa é a essência da atividade das seguradoras. Mediante o pagamento de um prêmio, os segurados reduzem ou eliminam seu risco, ao passo que as seguradoras, por agruparem riscos semelhantes, incorrem apenas em um risco residual de desvio das carteiras de seus clientes do risco esperado. Além disso, as próprias seguradoras podem reduzir seu risco por meio de contratos de resseguro<sup>11</sup>.

Por fim, os riscos podem ser reduzidos por meio da diversificação. Harry MARKOWITZ (1952)<sup>12</sup> demonstrou que o risco de carteiras de instrumentos financeiros, medido pelo desvio-padrão dos seus rendimentos, é menor que o somatório dos riscos dos instrumentos financeiros que a compõem. Desse modo, um investidor hipotético com expectativa de aumento da demanda em determinado segmento de mercado, mas sem informações que lhe permitam identificar quais companhias estariam melhor posicionadas para tirar proveito da expansão setorial, pode compor uma carteira com títulos distribuídos proporcionalmente entre a fatia de mercado de cada empresa. Caso suas expectativas se confirmem, ele obteria ganho sem ficar exposto ao risco específico de alguma companhia.

---

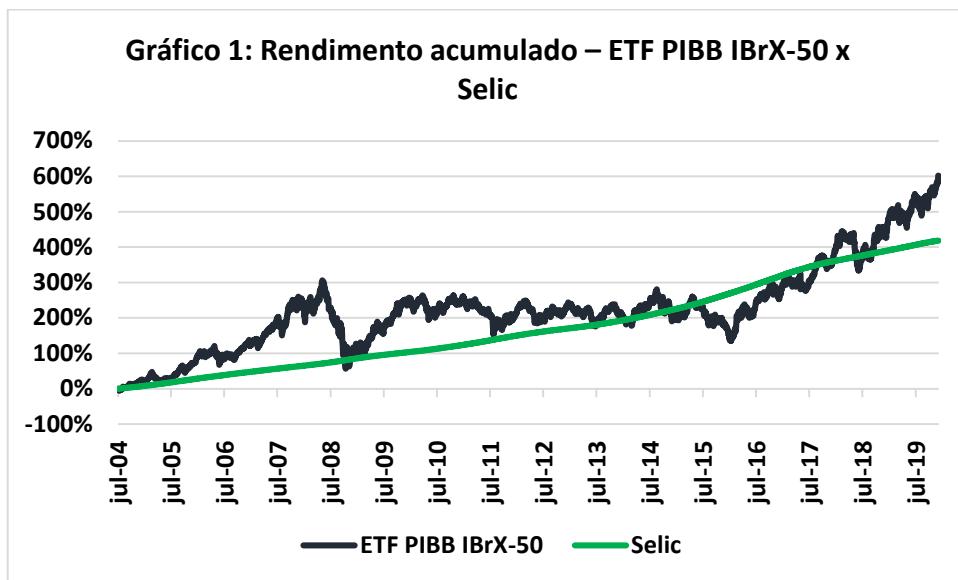
<sup>11</sup> Vide: STIGLITZ, Rubén S. (2008). *Derecho de seguros*. 5<sup>a</sup> Ed., Tomo 1. Buenos Aires: La Ley, 2008, Capítulo 1: “Función del seguro”, pp. 1-20.

<sup>12</sup> MARKOWITZ, Harry. *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91. Disponível em [https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\\_JF.pdf](https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf) . Acesso em 07.09.2019.

A redução de riscos acarretada pela diversificação encontra limites na existência de riscos não diversificáveis e nos custos associados à diversificação. O aumento do número de instrumentos financeiros que integram uma carteira não é apto a eliminar o risco, pois esse investidor hipotético estaria sujeito aos riscos do setor e do mercado de ações como um todo. Além disso, quanto maior e mais complexa for a gestão de uma carteira, maiores os custos de administração. Os serviços de recomendação, aconselhamento e gestão de carteiras visam à diminuição dos custos de constituição e diversificação de carteiras, que também pode ser realizada por produtos como fundos de investimento de varejo, regulamentados pela Instrução CVM 555/2014, e fundos estruturados, esses últimos em geral de distribuição restrita a investidores qualificados e profissionais. No final da década de 1980, foram criados os *exchange-traded funds* (ETFs), cuja composição busca reproduzir as carteiras teóricas de índices setoriais ou de mercado. Como aos gestores cabe apenas reinvestir proventos, ajustando as carteiras dos ETFs à composição teórica dos índices em que são referenciados, diz-se que a gestão dos ETFs é passiva. Devido ao menor custo de gestão, os ETFs permitem que pequenos investidores tenham os benefícios da diversificação a um custo baixo. No Brasil, os ETFs são regulamentados pela Instrução CVM 359/2002 e denominados fundos de índice com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

No Brasil, pode-se considerar que os títulos públicos federais indexados à taxa Selic são o ativo financeiro de menor risco, pois a União possui o poder de tributar e emitir moeda para honrar obrigações de sua dívida e a taxa Selic é determinada periodicamente pelo Banco Central do Brasil (BCB), com o objetivo de que a inflação convirja para a meta pré-estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). As ações negociadas na B3 são investimentos mais arriscados que os títulos públicos federais indexados à taxa Selic porque os retornos das atividades empresariais são incertos e porque empresas podem se tornar insolventes. Como há correlação positiva entre riscos e retornos esperados de diferentes instrumentos financeiros, os rendimentos esperados do mercado acionário tendem a ser superiores aos dos títulos públicos federais corrigidos pela Selic no longo prazo.

Por ser o primeiro ETF lançado na então Bovespa e, portanto, ter série mais longa de rendimentos, os Papéis de Índice Brasil Bovespa (PIBB) IBrX-50<sup>13</sup> serão utilizados para ilustrar a relação entre risco e retorno esperado. Nos cento e oitenta e cinco primeiros meses de existência, entre 16.07.2004 e 16.12.2019, a valorização acumulada do ETF PIBB IBrX-50 foi de 583%, significativamente maior que a da Selic, de 418%. Isso, por sua vez, correspondeu a um nível de risco significativamente mais alto: o maior e o menor rendimento diário do ETF PIBB IBrX-50 foram de, respectivamente, 14,84% e -12,08%, enquanto esses mesmos indicadores foram de 0,07% e 0,02% para a Selic. O desvio-padrão dos rendimentos diários, medida de risco frequentemente utilizada, foi de 1,65% para o ETF PIBB IBrX-50 e de apenas 0,01% para os títulos indexados à taxa Selic. Além disso, apesar da correlação positiva entre risco e retorno no longo prazo, houve momentos em que os instrumentos financeiros de menor risco tiveram melhor desempenho, como ocorreu nas crises econômicas de 2008-09 e 2015-16 (Gráfico 1).



Fonte: BCB<sup>14</sup>, CVM<sup>15</sup> e B3<sup>16</sup>

<sup>13</sup> O ETF PIBB IBrX-50 é administrado pelo Itaú Unibanco e tem objetivo de refletir a carteira teórica do IBrX-50, indicador de desempenho médio das 50 ações e *units* de maior negociabilidade no mercado de ações brasileiro. Como o IBrX-50 é indicador de retorno total, todos os proventos (dividendos, juros sobre capital próprio e bonificações) da carteira do ETF PIBB IBrX-50 são reinvestidos.

<sup>14</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Série 11*. Acesso em 23.12.2019.

<sup>15</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Sistema de Consulta Consolidada de Fundo*. Dados do PIBB IBrX-50 até 10.09.2018. Acesso em 14.09.2019.

<sup>16</sup> B3. *Sistema Fundos.NET*. Dados PIBB IBrX-50 a partir de 11.09.2018. Acesso em 23.12.2019.

No que diz respeito ao objeto desta tese, isso implica que a avaliação de adequação de instrumentos financeiros deve levar em conta não apenas as preferências dos investidores frente ao risco, mas o grau de diversificação de sua carteira e seu horizonte temporal.

Ao conjugar teorias de finanças com os pressupostos da Teoria Neoclássica, Eugene Francis FAMA (1970)<sup>17</sup> desenvolveu a HME, segundo a qual os preços dos títulos refletiriam todas informações relevantes e disponíveis em um dado momento, não havendo oportunidades de lucro econômico persistentemente inexploradas. As versões forte, semiforte e fraca da HME diferenciam-se pela velocidade de ajuste dos mercados, sendo a última muito influente no campo das finanças por ser a base teórica para diversos modelos de apreçamento de instrumentos financeiros e derivativos (RABELO JUNIOR e IKEDA, 2004)<sup>18</sup>.

Na versão forte da HME, descrita por FAMA (1970, p. 415) mais como referencial de eficiência que descrição da realidade, os preços dos títulos incorporariam todas informações relevantes conhecidas por quaisquer participantes de mercado em dado momento. Desse modo, os preços atuariam como mecanismo de revelação de preferências, limitando a casos extremos e poucos relevantes a utilização de informações privilegiadas para obtenção de lucros extraordinários. Os custos de obtenção de informações privilegiadas reduziriam a performance líquida a um resultado muito próximo da média do mercado.

A forma semiforte da HME surge a partir da hipótese que os preços dos títulos incorporam não apenas as informações passadas, mas também todas as informações públicas relevantes e disponíveis, como se a velocidade e a trajetória dos ajustes de preços a novas

---

<sup>17</sup> FAMA, Eugene Francis (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, 28-30.12.1969 (May, 1970), pp. 383-417. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/2325486> . Acesso em 10.07.2018. Eugene Francis FAMA publicou sucessivos artigos com refinamentos à HME. A escolha do artigo de 1970 se deve à maior sofisticação da HME em relação aos artigos precedentes.

<sup>18</sup> RABELO JUNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata (2004). *Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais*. São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças, vol.15 nº 34 jan./apr. 2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100007) . Acesso em 30.08.2019.

informações pudessem ser desconsideradas. As críticas à forma semiforte da HME enfatizam as assimetrias informacionais e as diferentes maneiras com que os agentes econômicos processam novas informações (vide item 3 deste Capítulo).

Em sua forma fraca, a HME significa que todas as informações passadas relevantes sobre determinado título já foram incorporadas ao seu preço, de modo que a análise dos preços passados seria inútil para produzir lucros. Se não houver limites ao fluxo de informações, nem custos de transação para a realização de ajustes, as mudanças de preço futuras irão refletir apenas informações novas, não guardando correlação alguma com as variações nos preços passados. Como novidades são imprevisíveis, mudanças nos preços dos títulos são imprevisíveis e aleatórias. Formalmente, a forma fraca da HME postula que os retornos dos investimentos são serialmente independentes. As críticas à forma fraca da HME enfatizam o mimetismo comportamental de investidores, o menor grau de racionalidade de alguns agentes e os custos de transação que limitam a atuação dos agentes racionais (vide item 4 deste Capítulo).

FAMA (1970, p. 415) admite haver pelo menos duas situações nas quais nem os pressupostos da forma fraca da HME estão presentes: *market makers* com informações sobre ordens limitadas não executadas<sup>19</sup>, ou seja, de preferências não incorporadas aos preços, e *insiders*, que lucram com informações antes que elas estejam disponíveis ao público. Apesar disso, FAMA segue defendendo a HME devido à constatação de que agentes com performance muito acima da média em determinado período obtêm resultados inferiores ao mercado em períodos subsequentes e, entre aqueles que alegam ter performance sistematicamente acima da média do mercado, a maioria obtém apenas resultados brutos elevados, mas resultados líquidos médios.

Não existindo correlação entre os preços presentes, passados e futuros, como postula a HME, a trajetória de preços de instrumentos financeiros seria um passeio aleatório, de modo que suas variações no curto prazo não podem ser antecipadas, tornando a gestão

---

<sup>19</sup> Ordens limitadas são aquelas cuja execução depende de determinado preço, como a ordem de venda apenas se o preço for maior que determinado valor ou ordens de compra cuja execução somente seja efetuada quando o preço cai abaixo de determinado valor.

ativa de investimentos inútil. Nas palavras de Burton G. MALKIEL (1999, p. 24)<sup>20</sup> “*levado ao seu extremo lógico, isso significa que um macaco de olhos vendados jogando dardos nas páginas financeiras de um jornal poderia selecionar portfólio que renderia tão bem quanto um cuidadosamente selecionado pelos especialistas.*”. Nesse sentido, a melhor estratégia seria compor aleatoriamente as carteiras ou investir em ETFs.

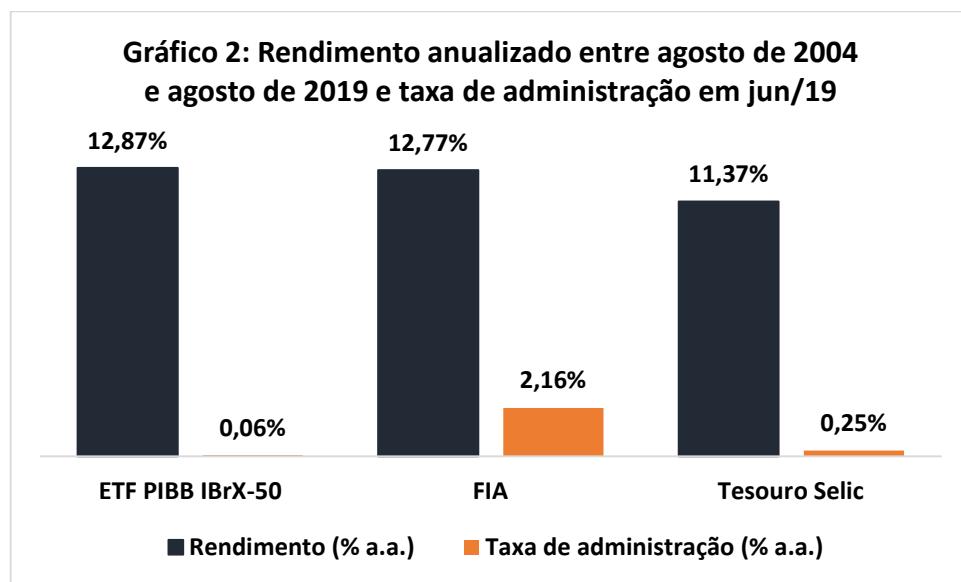
Além da diversificação intrínseca a esses instrumentos e rendimentos alinhados aos do mercado, o grande atrativo dos ETFs é que, devido à gestão passiva, as taxas de administração são significativamente menores. A taxa de administração do ETF PIBB IBrX-50 é de 0,059% ao ano desde junho de 2012, enquanto a taxa de administração média dos fundos de investimentos em ações de varejo tem sido superior a 2% ao ano desde 2010, sendo de 2,16% ao ano em junho de 2019 (Gráfico 2). Como estão sujeitos às mesmas regras tributárias, os fundos de índice resultam em maiores rendimentos líquidos para clientes de varejo: entre agosto de 2004 e agosto de 2019, o ETF PIBB IBrX-50 teve rendimento médio líquido de taxas de administração de 12,87% ao ano, marginalmente superior à média dos fundos de investimentos em ações<sup>21</sup>.

Embora os fundos de investimento em índices sejam melhores que a média dos fundos de investimento em ações, pode-se argumentar que há fundos com desempenho superior à média. Estudo divulgado pelo “Valor Econômico” com 756 fundos de renda variável entre 2016 e 2019, período relativamente curto, constatou que a proporção de fundos de investimentos em ações que superou o Ibovespa caiu de 71,2% nos últimos 12 meses para 43,9% nos últimos 36 meses<sup>22</sup>. Em outras palavras, apesar da limitação das séries de dados, há fortes indícios que a principal conclusão da HME de que não se pode superar o mercado sistematicamente e que, por essa razão, a melhor estratégia dos aplicadores de varejo é investir em fundos de índice com gestão passiva é aplicável ao mercado de ações brasileiro.

<sup>20</sup> MALKIEL, Burton G. *A random walk down Wall Street: including a life-cycle guide to personal investing.* Completely revised and updated. New York: W. W. Norton & Company, 1999, p. 24 (tradução livre).

<sup>21</sup> O ETF PIBB IBrX-50 foi constituído em junho de 2004 e os dados sobre valor das cotas estão disponíveis a partir de 16.07.2009. Como o rendimento médio dos fundos de investimento em ações é divulgado em base mensal, o termo inicial da comparação é agosto de 2004. Em julho de 2004, o rendimento médio dos fundos de investimento em ações foi de 3,36%, inferior à valorização do Ibovespa, de 5,62%. De 01 a 16.07.2004, o Ibovespa teve valorização de 6,14% e, do dia 16 ao dia 30.07.2004, teve queda de 0,49%, próxima à queda de 0,40% no valor da cota do ETF PIBB IBrX-50 na segunda quinzena de julho de 2004.

<sup>22</sup> COTIAS, Adriana. *Menos da metade dos fundos de ações batem a bolsa.* Valor Econômico, 09.09.2019. Disponível em <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/acoes/noticia/2019/09/09/menos-da-metade-dos-fundos-de-acoes-batem-a-bolsa.ghtml>. Acesso em 09.09.2019.



Fonte: ANBIMA<sup>23</sup>, BCB<sup>24</sup>, CVM<sup>25</sup> e B3<sup>26</sup>

Para Robert James SHILLER (1984)<sup>27</sup>, a baixa autocorrelação entre os retornos das ações não seria suficiente para corroborar a HME, pois mesmo variações nos preços de ações bruscas e descoladas de fundamentos apresentam baixa autocorrelação se analisadas em períodos curtos. Em outras palavras, mesmo mercados ineficientes podem apresentar autocorrelação pouco significativa de retornos no curto prazo. Além disso, SHILLER (1984) constata que a variação nos preços das ações em função dos dividendos é muito maior do que seria de supor-se caso houvesse uma reação puramente racional a novas projeções relativas aos dividendos, evidenciando que alguns agentes tenderiam a reagir exageradamente a novas informações, influenciados por ondas de otimismo e pessimismo.

Em debate com Richard H. THALER, FAMA admite que mercados não são eficientes e que o modelo é apenas uma forma de analisar o quão ineficientes são, ou seja, quão

<sup>23</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (2019). *Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos – Julho de 2019*. Disponível em [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm). Acesso em 11.09.2019.

<sup>24</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, Séries 4390 e 7834. Acesso em 13.09.2019.

<sup>25</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Sistema de Consulta Consolidada de Fundo*. Dados de taxa de administração e de cotas do ETF PIBB IBrX-50 até 10.09.2018. Acesso em 14.09.2019.

<sup>26</sup> B3. Sistema Fundos.NET. Dados do ETF PIBB IBrX-50 a partir de 11.09.2018. Acesso em 14.09.2019.

<sup>27</sup> SHILLER, Robert James (1984). *Stock Prices and Social Dynamics*. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1984, pp. 457-498.

sistemáticas são as falhas e fricções a ajustes em decorrência de novas informações. A HME não nega que a convergência para fundamentos siga um padrão aleatório e não seja instantânea. Tampouco nega que a postura dos agentes econômicos frente ao risco varie conforme o ciclo econômico, com aumento da aversão ao risco em tempos de crise. O que importa para FAMA é que os agentes agem como se os mercados fossem eficientes. Adicionalmente, FAMA não discorda que os agentes possam agir irracionalmente em algumas situações, mas isso não mudaria a validade do modelo que embasa a HME, pois a hipótese da racionalidade é a única forma de produção de modelos razoavelmente preditivos de preços nos mercados de capitais. Finalmente, apesar de admitir que os preços possam afastar-se dos fundamentos por longos períodos, FAMA é cético quanto à efetividade da intervenção governamental devido à dificuldade de se definir objetivamente um limiar a partir do qual a intervenção dos reguladores seria requerida e o tipo de ação necessária para induzir a convergência dos preços para os fundamentos<sup>28</sup>. Esse ceticismo quanto à atuação do Estado explica porque os adeptos da HME, embora acreditem na superioridade da gestão passiva de recursos, não defendam restrições aos serviços de gestão ativa de recursos.

---

<sup>28</sup> FAMA, Eugene Francis, & THALER, Richard H. (2016). *Are markets efficient?* Chicago Booth Review, 30.06.2016. Disponível em <http://review.chicagobooth.edu/economics/2016/video/are-markets-efficient> . Acesso em 10.07.2018.

### 1.3 FALHAS DE MERCADO

Mesmo sem abandonar as hipóteses centrais da Teoria Neoclássica, há situações nas quais a solução de mercado é ineficiente. Além de possíveis ineficiências geradas pelo comportamento estratégico dos agentes e de restrições à concorrência, que fogem do escopo deste trabalho, as falhas de mercado impedem que agentes econômicos livres produzam resultados economicamente eficientes. Enquanto as assimetrias de informação geram ineficiências por dificultar que os polos negociais atinjam consenso quanto ao objeto dos negócios jurídicos, nas externalidades e nos bens públicos a perda de bem-estar ocorre porque os custos (benefícios) de relações negociais não são restritos às partes e questões técnicas ou jurídicas impedem ou limitam que os prejudicados (beneficiados) sejam indenizados (cobrados) pelos causadores do dano (benefício).

Em artigo pioneiro, George Arthur AKERLOF (1970)<sup>29</sup> sustentou que, em mercados nos quais os vendedores possuem melhor informação que os compradores a respeito da qualidade dos produtos, o equilíbrio de mercado tende ocorrer no preço dos produtos de menor qualidade, que acabam expulsando os produtos de qualidade superior, reduzindo o tamanho do mercado e, portanto, gerando ineficiências. A assimetria informacional também explicaria porque as pessoas mais velhas e/ou com doenças pré-existentes seriam mais propensas a adquirir seguros-saúde e a racionalidade subjacente das pessoas que tomam crédito com agiotas e juros altos.

Josef Eugene STIGLITZ e Andrew WEISS (1981)<sup>30</sup> desenvolveram modelo específico para as assimetrias informacionais no mercado de crédito, em que os potenciais tomadores possuem mais informações que os intermediários financeiros sobre sua capacidade de honrar os empréstimos<sup>31</sup>. Se não pudessem diferenciar clientes, os prestamistas estabeleceriam taxas de juros superiores às que bons tomadores estariam dispostos a pagar, e ao simultaneamente inferiores às taxas que deveriam ser cobradas dos maus tomadores,

<sup>29</sup> AKERLOF, George Arthur (1970). *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3: August, 1970, pp. 488-500.

<sup>30</sup> STIGLITZ, Joseph Eugene; WEISS, Andrew (1981). *Credit rationing in markets with imperfect information*. The American Economic Review, vol. 71, nº 3, 1981. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1802787>. Acesso em 12.07.2018.

<sup>31</sup> Neste trabalho, os termos prestamista e prestatário são utilizados, respectivamente, como quem concede empréstimos (*lender*) e quem toma recursos emprestados (*borrower*).

acarretando seleção adversa. Para contornar esse problema, as instituições financeiras procuram identificar o risco de inadimplência dos potenciais tomadores, restringindo a oferta das linhas de menor taxa de juros para as pessoas identificadas como de menor risco de inadimplência. Por essa razão, a imposição de teto de taxas de juros irá retirar do mercado os potenciais tomadores de maior risco, possivelmente piorando seu nível de bem-estar.

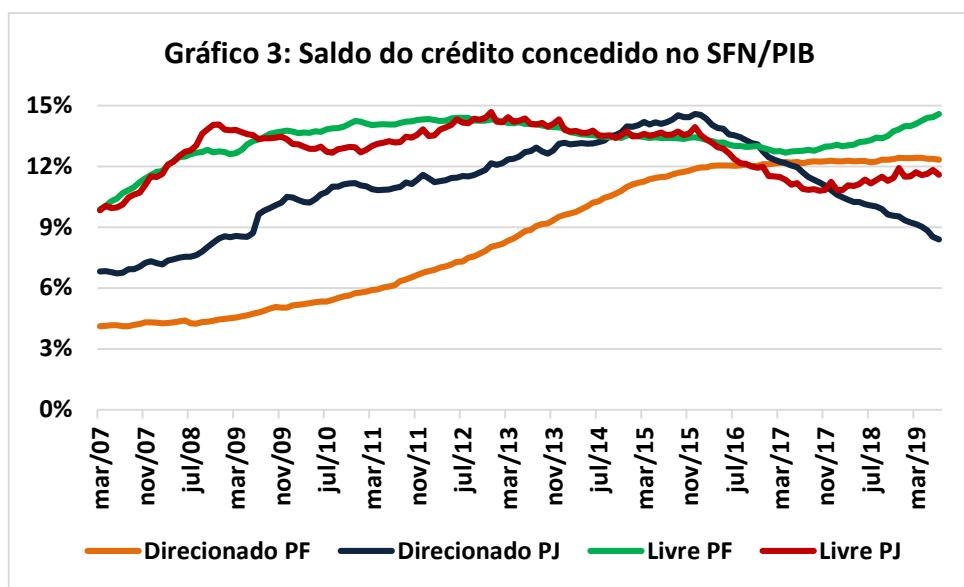
A recente decisão do Superior Tribunal de Justiça (STJ) considerando lícita a prática do *credit scoring* evidenciou a importância prática da discussão. O *credit scoring* consiste em modelos estatísticos que, a partir de parâmetros objetivamente observáveis, como histórico de crédito, renda, escolaridade e idade, visam a estimar o risco de inadimplência dos potenciais tomadores de crédito, atribuindo-lhes uma pontuação, fornecendo subsídios para que as instituições financeiras concedam ou neguem crédito<sup>32</sup>. A decisão foi importante porque esses modelos estatísticos permitem a mitigação da seleção adversa no mercado de crédito. A fim de evitar que o *credit scoring* seja utilizado de maneira discriminatória, são proibidas anotações em bancos de dados de “*informações sensíveis, assim consideradas aquelas pertinentes à origem social e étnica, à saúde, à informação genética, à orientação sexual e às convicções políticas, religiosas e filosóficas*” (Lei 12.414/2011, art. 3º, §3º, II).

Nos financiamentos concedidos pelas instituições do Sistema Financeiro Nacional (SFN), é possível verificar tanto o racionamento de crédito, quanto a seleção adversa. De um lado, há o segmento de crédito direcionado, que tem esse nome porque alguns tributos e recursos de poupança voluntária e involuntária são direcionados para empréstimos considerados socialmente relevantes, com taxas de juros reguladas. Apesar da baixa remuneração dos depositantes, o crédito direcionado só é economicamente viável se as instituições financeiras restringirem esse crédito aos tomadores com menor probabilidade de inadimplência. No segmento livre, onde não costuma haver limite para as taxas de juros, estão as linhas de maiores taxas de juros e inadimplência.

---

<sup>32</sup> STJ. *Recurso Especial 1.419.697 – RS*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 2<sup>a</sup> Seção, DJe 17.11.2014.

As principais fontes de crédito direcionado são o financiamento imobiliário com parte dos recursos da caderneta de poupança<sup>33</sup> e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), crédito rural com parte dos depósitos em caderneta de poupança e financiamentos concedidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com recursos do Programa de Integração Social e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (CF, art. 239, §1º), do FGTS (Lei 8.036/90, art. 9º, §9º), aportes do Tesouro Nacional e outros fundos estabelecidos na legislação, a exemplo do Fundo da Marinha Mercante (Lei 10.893/04, art. 29).



Fonte: BCB<sup>34</sup>

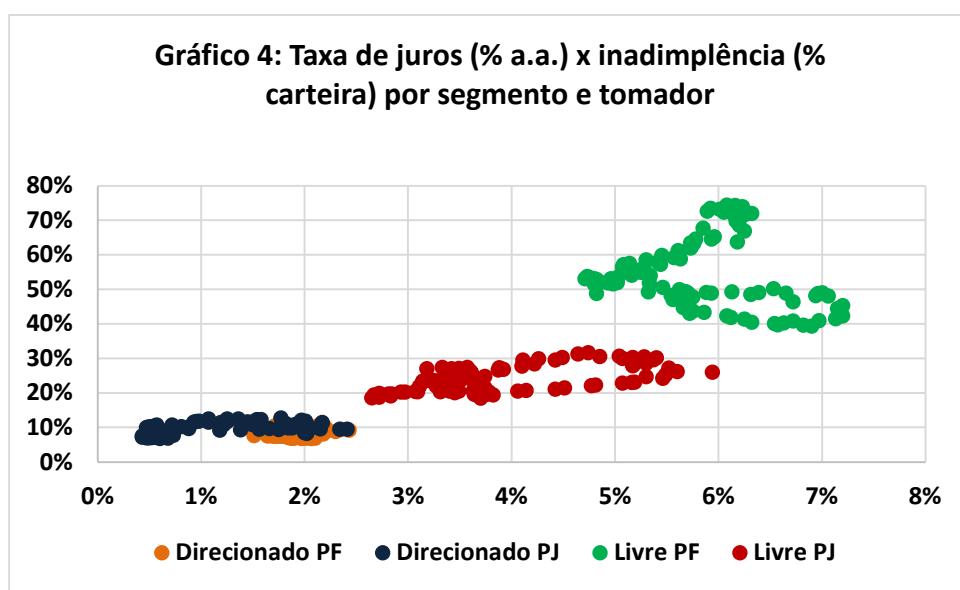
No crédito direcionado, a legislação limita as taxas de juros dos financiamentos e/ou atrela as taxas das operações passivas e ativas. A Taxa Referencial (TR), incidente sobre os saldos da caderneta de poupança e do FGTS (Lei 8.177/1991), é fator de correção do crédito rural (Resolução CMN 3.556/2008) e era fator de atualização dos saldos devedores dos financiamentos imobiliários concedidos no Sistema Financeiro da Habitação (SFH) até a entrada em vigor da Resolução CMN 4.739/2019, que, no entanto, manteve o custo efetivo máximo para o mutuário em 12 % a.a. (Resolução CMN 4.676/2018). A Taxa de Longo

<sup>33</sup> BCB (2019b). *Recolhimento Compulsório/Encaixe Obrigatório - Quadro Resumo Atualizado em: 4.9.2019.* Disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema\\_pagamentos\\_brasileiro/Resumo\\_a\\_liquotas\\_compuls%C3%B3rios.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema_pagamentos_brasileiro/Resumo_a_liquotas_compuls%C3%B3rios.pdf). Acesso em 15.09.2019.

<sup>34</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20626, 20627, 20629, 20630.* Acesso em 01.09.2019.

Prazo (TLP), criada pela Lei 13.483/2017, incide, desde 2018, sobre a maior parte dos desembolsos do BNDES. Como as principais fontes de captação do BNDES são tributos e aportes do Tesouro Nacional, a fórmula de cálculo da TLP é atrelada à “*média aritmética simples das taxas para o prazo de cinco anos da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional Série B – NTN-B*” (art. 3º, caput), refletindo o custo de oportunidade da União.

Em julho de 2019, o saldo de crédito concedido no SFN era de 46,9% do PIB, dividido da seguinte forma: 12,3% do PIB em crédito direcionado às pessoas físicas (PF), 8,4% do PIB direcionado às pessoas jurídicas (PJ), 14,6% do PIB no segmento livre às PFs e 11,6% do PIB para as PJs (Gráfico 3). Os Gráficos 4 a 6 apresentam, entre os meses de março de 2011 e junho de 2019, combinações dos valores mensais das taxas de juros médias (% a.a., eixo vertical) e níveis de inadimplência (% da carteira de crédito, eixo horizontal). As linhas de crédito direcionado têm as menores taxas de juros, entre 6,9% e 12,9% a.a., e inadimplência, que variou entre 0,5% e 2,4% da carteira de crédito, sendo normalmente menor no crédito às pessoas jurídicas. O segmento livre apresenta taxas de juros e inadimplências maiores, especialmente nos empréstimos às pessoas físicas (Gráfico 4).



Fonte: BCB<sup>35</sup>

<sup>35</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20718, 20740, 20757, 20768, 21086, 21112, 21133 e 21145. Acesso em 01.09.2019.

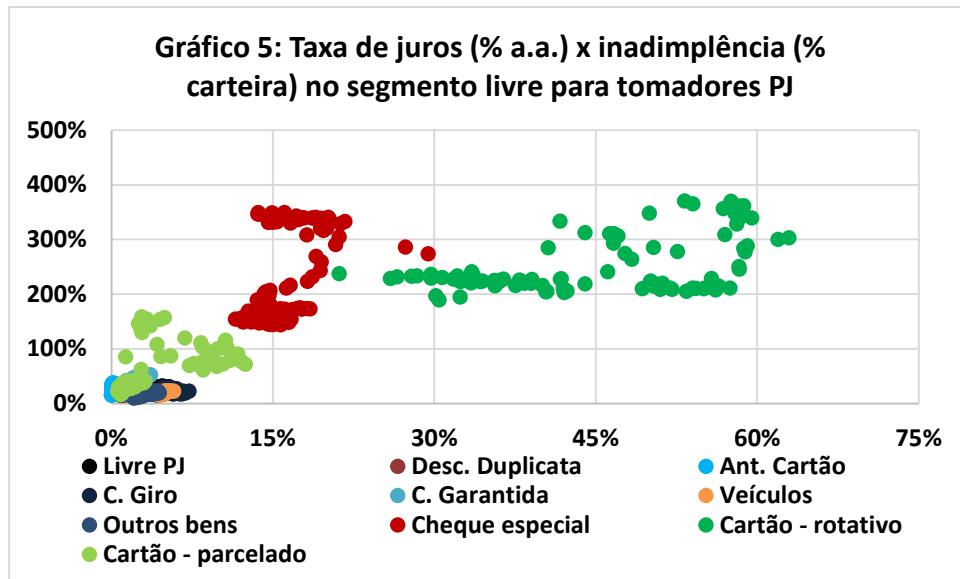
O Relatório de Economia Bancária (REB) referente ao ano de 2018 conclui que a menor taxa de juros do crédito direcionado reflete as limitações de taxas impostas por regulamentação e que, para que essa modalidade seja economicamente viável, as instituições financeiras limitam a oferta dessas linhas de crédito (racionamento). Ainda assim, a margem financeira do crédito direcionado, ou seja, a receita de juros líquida de provisões para inadimplência é próxima a zero, forçando as instituições a aumentar sua remuneração ajustada ao risco nas linhas de crédito do segmento livre (seleção adversa)<sup>36</sup>.

No segmento livre, há heterogeneidade entre as diferentes linhas de crédito. No financiamento às pessoas jurídicas, há linhas de custo e inadimplência relativamente menores, como desconto de duplicatas, antecipação de recebíveis de cartões de crédito e financiamento de veículos e outros bens móveis. Há, por outro lado, empréstimos rotativos com taxas de juros nunca inferiores a 100% a.a. e inadimplência sempre superior a 10% da carteira, no caso do rotativo do cartão de crédito ultrapassando 60% da carteira em alguns meses (Gráfico 5), situação característica da seleção adversa.

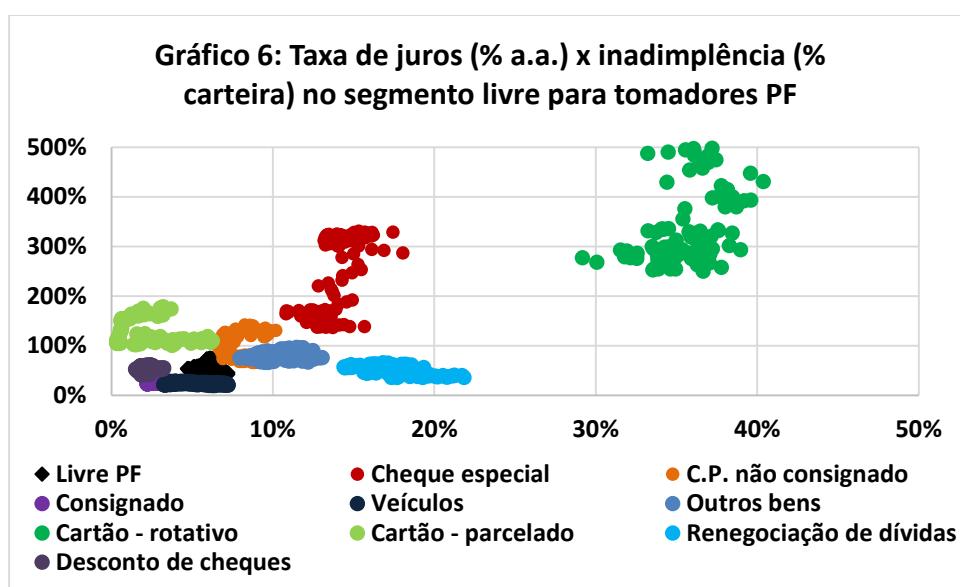
O crédito do segmento livre às pessoas físicas apresenta ainda mais heterogeneidade, mas reproduz o padrão das pessoas jurídicas, com correlação positiva entre taxas de juros e de inadimplência e maior custo do crédito no cheque especial e rotativo do cartão de crédito, neste último caso, com taxas de juros em geral entre 200% e 500% a.a. e inadimplência superior a 30% da carteira de crédito, indicadores que caracterizam um segmento marcado pela seleção adversa (Gráfico 6). Diferentemente das linhas de crédito direcionado, cuja margem líquida é quase nula, os segmentos de seleção adversa são altamente lucrativos para as instituições financeiras: segundo o BCB (2019a, p. 130), em 2018, tomados em conjunto os saldo devedores do cheque especial, rotativo e parcelado de cartão de crédito, apesar de representarem apenas 4,3% da carteira de crédito às pessoas físicas, representavam 23% da margem líquida das instituições financeiras.

---

<sup>36</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019a). *Relatório de Economia Bancária 2018*. Data de publicação: 28.05.2019. p. 80. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf). Acesso em 12.08.2019.



Fonte: BCB<sup>37</sup>



Fonte: BCB<sup>38</sup>

<sup>37</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20718, 20719, 20721, 20725, 20726, 20727, 20728, 20729, 22019, 22020, 20757, 20760, 20763, 20764, 20765, 20766, 21086, 21087, 21089, 21093, 21094, 21095, 21096, 21097, 21104, 21105, 21133, 21136, 21139, 21140, 21141 e 21142. Acesso em 01.09.2019.

<sup>38</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20740, 20741, 20742, 20743, 20747, 20749, 20750, 20755, 22022, 22023, 20768, 20771, 20774, 20778, 20779, 20780 e 21112, 21113, 21114, 21115, 21119, 21121, 21122, 21127, 21128, 21130, 21145, 21148, 21151, 21155, 21156 e 21157. Acesso em 01.09.2019.

Devido à facilidade de contratação, as linhas de crédito rotativo tendem a atrair tomadores sem acesso a outras formas de empréstimos, mais propensos ao sobreendividamento ou já sobreendividados, o que é agravado pelas elevadas taxas de juros cobradas. Ainda assim, as margens financeiras são elevadas, de modo que a imposição de limites ao endividamento no crédito rotativo quanto ao tempo, valor e/ou taxas de juros, tenderia a reduzir a lucratividade das instituições financeiras. Dito de outro modo, em função do objetivo de maximização do lucro, a liberdade contratual plena impulsiona o sobreendividamento. Devido às características desse mercado, o sobreendividamento tende a afetar diferentes grupos sociais de formas e com intensidades distintas. Os grupos social e economicamente vulneráveis contam com acesso restrito aos empréstimos bancários de menores taxas com juros, dada a prevalência de condições precárias de inserção no mercado de trabalho.

Em estudo sobre a crise do *subprime* norte-americana, Suparna BHASKARAN (2016) constatou que, antes da crise, inovações que possibilitaram a transferência de riscos das instituições financeiras, como a securitização, aumentaram a oferta de financiamento para grupos com risco de inadimplência mais elevado, como latinos, negros e mulheres. Ainda assim, mesmo havendo fatores de controle como renda e *credit scoring*, esses grupos eram representados nos empréstimos *subprime*, realizados em condições mais onerosas para devedores. Como a recessão atingiu com mais intensidade esses segmentos, que antes da crise já comprometiam maior parcela da renda com juros, muitos tiveram dificuldade de normalização da situação financeira, incorrendo no que a autora chama de “*armadilha de endividamento*”<sup>39</sup>. Por essa razão, não é de surpreender que a Seção 1403 da “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” (“*Dodd-Frank*”), publicada em 21 de Julho de 2010, emende a Seção 129 B da “*Truth in Lending Act*”, para vedar explicitamente “*práticas abusivas ou injustas de empréstimo que promovam disparidades entre consumidores de igual capacidade de honrar créditos, mas de diferente raça, etnia, gênero ou idade*”<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> BHASKARAN, Suparna. *PINKLING – HOW WALL STREET'S PREDATORY PRODUCTS PILLAGE WOMENS'S WEALTH, OPPORTUNITIES & FUTURES*. June, 2016. Disponível em [https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/acceinstitute/pages/100/attachments/original/1466121052/acce\\_pinkling\\_VIEW.pdf?1466121052](https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/acceinstitute/pages/100/attachments/original/1466121052/acce_pinkling_VIEW.pdf?1466121052). Acesso em 15.09.2019.

<sup>40</sup> Tradução livre de “*abusive or unfair lending practices that promote disparities among consumers of equal credit worthiness but of different race, ethnicity, gender, or age;*”

No caso brasileiro, as estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) são claras quanto à situação mais vulnerável de negros e mulheres. Em toda a série da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua<sup>41</sup>, as taxas de desemprego e informalidade entre pretos e pardos são superiores às dos brancos e o índice de desocupação entre mulheres é superior ao dos homens. Em 2017, o índice de pobreza entre mães solteiras e seus filhos foi de 56,9%, maior que o dobro do índice de pobreza da população total, 26,5%. Nos domicílios com mães solteiras negras, o índice de pobreza era de alarmantes 64,4%<sup>42</sup>. Nesse contexto, a solução pura de mercado tende a ampliar a vulnerabilidade desses grupos, o que pode ser mitigado com a imposição do dever de as instituições financeiras ofertarem produtos e serviços adequados às necessidades e objetivos de seus clientes, ou mesmo pelo estabelecimento de limites ao endividamento nas linhas de crédito mais onerosas. Devido ao papel central das linhas de crédito rotativo no sobreendividamento, o subitem 3.1 do Capítulo III irá retomar o tema, descrevendo o perfil dos devedores do cheque especial por escolaridade e faixa de renda e como, sem imposição de teto para as taxas de juros, a mudança na regulação dos rotativos de cartões de crédito reduziu expressivamente as taxas de juros cobradas e induziu um uso mais consciente do produto.

Para Josef Eugene STIGLITZ (1983)<sup>43</sup>, outra consequência das assimetrias de informação é o risco moral (*moral hazard*), espécie de oportunismo pós-negocial que ocorre quando as ações de uma parte não são observáveis por outra e afetam a probabilidade ou magnitude de um pagamento associado a um evento. Sua ineficiência decorre da impossibilidade de atribuir-se a determinado indivíduo o custo de suas ações. Trata-se do incentivo para que as partes mudem suas condutas após a conclusão de negócios a fim de obter ganhos extraordinários, prejudicando suas contrapartes. Isso ocorre, por exemplo, nos mercados de seguro, em que a garantia contratual incentiva os segurados a adotarem práticas de maior

---

<sup>41</sup> IBGE (2019). *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua / Mercado de Trabalho Brasileiro*. 1º trimestre de 2019, 16 de maio de 2019. Disponível em [https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com\\_mediaibge/arquivos/8ff41004968ad36306430c82eece3173.pdf](https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com_mediaibge/arquivos/8ff41004968ad36306430c82eece3173.pdf). Acesso em 16.09.2019.

<sup>42</sup> IBGE (2018a). *Síntese de indicadores sociais: uma análise das condições de vida da população brasileira: 2018*. Rio de Janeiro: IBGE, 2018. Disponível em <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101629.pdf>. Acesso em 15.09.2019.

<sup>43</sup> STIGLITZ, Joseph Eugene (1983). *Risks, Incentives and Insurance: The Pure theory of Moral Hazard*. The Geneva Papers on Risk and Insurance, 8. (No 26, January 1983, 4-33).

risco, ou com tomadores de crédito que, após obtenção do empréstimo, têm incentivo para engajarem-se em projetos mais arriscados que o originalmente informado para os credores.

O risco moral pode ser mitigando pela criação de desincentivos aos comportamentos oportunistas, como franquias em contratos de seguros ou garantias em contratos de crédito. No REB de 2018, o BCB constatou que, entre 2016 e 2018, as garantias estiveram associadas a menores taxas de juros nos empréstimos concedidos às pessoas físicas: no crédito pessoal, as garantias reduziram a taxa média de 111% para 31% a.a.<sup>44</sup>. É importante ressaltar que STIGLITZ (1983) admite nem sempre ser possível diferenciar a seleção adversa do risco moral. No exemplo das garantias creditícias, deve-se levar em conta a existência de um viés de seleção, ou seja, da menor probabilidade de inadimplência dos tomadores que possuem garantias para oferecer.

As assimetrias de informações também causam ineficiências nas relações agente-principal, definidas como situações em que uma pessoa, o agente, toma decisões em nome de outra(s), o principal(s), que é quem efetivamente incorre em riscos e percebe os resultados da atividade do agente. Em artigo pioneiro voltado à análise da relação agente-principal nas empresas, em que se distingue a administração (controle) e participação societária (propriedade), Michael C. JENSEN e William H MECKLING (1976)<sup>45</sup> constatam que, devido às diferentes funções de utilidade e à impossibilidade de que os principais verifiquem todas as ações dos agentes, nem sempre os administradores atuarão no melhor interesse dos acionistas. O modelo pode ser aplicado com algumas adaptações a outras situações, como contratos de trabalho, vínculos entre advogados e seus clientes<sup>46</sup> e, de especial interesse para os objetivos deste trabalho, a relação entre gestores de fundos e carteiras de investimentos e os respectivos cotistas e investidores. Enquanto cotistas e investidores visam à maximização do retorno ajustada pela postura frente ao risco,

---

<sup>44</sup> BCB (2019a), Boxe 3 – Garantias e diferenças nas taxas de juros de crédito, p. 47-50.

<sup>45</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, October 1976, pp. 305-360.

<sup>46</sup> A Lei 8.906/94, em seu art. 34, incisos XX e XXI, considera infração disciplinar do advogado: “*locupletar-se, por qualquer forma, à custa do cliente ou da parte adversa, por si ou interposta pessoa*” e “*recusar-se, injustificadamente, a prestar contas ao cliente de quantias recebidas dele ou de terceiros por conta dele*”. A lógica econômica é mitigar ineficiências que resultam das assimetrias de informação que ocorrem nesse tipo de relação agente-principal.

horizonte temporal e capacidade de incorrer em perdas, os intermediários financeiros e seus prepostos buscam maximizar a lucratividade com a intermediação.

Embora a fiscalização reduza assimetrias de informações e mecanismos de incentivo, como comissões por vendas, participações nos lucros, bônus de performance e compartilhamento de riscos, sejam desenhados para alinhar as funções de utilidade, sempre haverá alguma ineficiência residual: por exemplo, comissões estabelecidas em função de variáveis-meio, como vendas, não resultam necessariamente em maximização do objetivo final, enquanto a participação dos administradores nos resultados finais pode gerar distorções em função de eventuais diferenças de horizontes temporais e posturas frente ao risco.

Se a remuneração do agente for proporcional ao rendimento propiciado ao principal, a maximização das funções de utilidade coincidirá apenas se ambos tiverem o mesmo horizonte temporal e forem neutros quanto ao risco, pois, como mencionado no item 1 deste Capítulo, pessoas neutras ao risco tendem a maximizar o valor esperado. Por outro lado, caso o principal seja avesso ao risco, uma remuneração do agente proporcional aos rendimentos do principal fará com que, ao maximizar sua função de utilidade, o primeiro incorra em mais riscos que o aceitável pelo último. Mesmo se as remunerações forem ajustadas pelas diferentes posturas frente ao risco, a reputação do agente relaciona-se ao desempenho de longo prazo, que nem sempre coincide com o horizonte do principal, estimulando tomada de riscos maior que o desejado pelo agente.

Livio STRACCA (2005, PP. 5-6)<sup>47</sup> destaca que, diferentemente da típica relação agente-principal, o gestor de carteiras incorre em esforço para obter informações a respeito dos preços esperados dos instrumentos financeiros, controla sua resposta às novas informações e, portanto, o binômio risco-retorno, enquanto na relação agente-principal típica o agente controla apenas uma dessas variáveis. Por essa razão, é bastante comum que fundos e carteiras de investimento com maior risco sejam referenciados em algum indicador

---

<sup>47</sup> STRACCA, Livio. *Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature*. European Central Bank: Working Paper Series n. 520, Sep. 2005. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp520.pdf?8c471e71bc3439ea9176dced966d2a0e>. Acesso em 21.09.2019.

(*benchmark*) próximo aos objetivos do principal. A fim de alinhar as funções de utilidade, o agente recebe remuneração fixa e variável, esta última proporcional aos resultados superiores ao *benchmark*. Em decorrência disso, gestores de fundos e carteiras de investimentos tendem a aderir ao comportamento de manada, distorcendo a formação de preços de instrumentos financeiros e gerando ineficiência para todo o mercado, prejudicando os investidores.

As externalidades foram abordadas pela primeira vez por Arthur Cecil PIGOU (1920)<sup>48</sup>, surgindo em situações nas quais os efeitos de relações negociais privadas não se restringem às pessoas que delas participam. PIGOU (1920, p. 166) denomina as externalidades positivas e negativas, respectivamente, “serviços não remunerados” e “desserviços (incidentais) não cobrados”<sup>49</sup>. A ausência de remuneração para as externalidades positivas resultaria em nível de atividade inferior ao socialmente desejável, ao passo que a dificuldade na cobrança pelas externalidades negativas incentivaria essas atividades em um nível superior ao socialmente ótimo. Para PIGOU (1920, pp. 166-171), o Estado deve incentivar (desencorajar) as atividades geradoras de externalidades positivas (negativas) por meio de subsídios (taxa pigouviana) para que haja coincidência entre os níveis privados e socialmente ótimos das atividades geradoras de externalidades.

Para Ronald Harry COASE (1960)<sup>50</sup>, a abordagem de PIGOU (1920) desconsidera possíveis ineficiências e custos gerados pela atuação do Estado na limitação (promoção) de atividades geradoras de externalidades negativas (positivas) por não partir de situações reais, mas de tipos ideais extremos, como o liberalismo absoluto e uma atuação estatal sem ineficiências. Por essa razão, políticas públicas que envolvam externalidades devem analisar os custos de oportunidade e os custos de mudança envolvidos em diferentes arranjos (COASE, 1960: p.40). Além disso, COASE (1960) propõe que os economistas passem a entender os fatores de produção a partir da perspectiva jurídica, ou seja, como direitos de realizar determinadas ações, permitindo a compreensão de limitações aos

---

<sup>48</sup> PIGOU, Arthur Cecil. *The Economics of Welfare*. London: Macmillan, 1920.

<sup>49</sup> Tradução livre de “uncompensated services” e “uncharged disservices”.

<sup>50</sup> COASE, Ronald Harry. *The Problem of Social Cost*. Journal of Law and Economics, Vol. 3 (Oct., 1960), pp. 1-44. Published by: The University of Chicago Press. Disponível em <https://www.law.uchicago.edu/files/file/coase-problem.pdf>. Acesso em 26.09.2019.

direitos de propriedade e transações relativas a esses direitos. A proposição tornou-se conhecida como Teorema de Coase, segundo o qual, se os custos de transação forem nulos e houver definição precisa de direitos de propriedade, o processo negocial levará a um resultado economicamente eficiente, independentemente da alocação inicial de recursos<sup>51</sup>. Andrew WINTERBOTHAM (2012)<sup>52</sup> entende que o moderno conceito de externalidades, visto como divergência entre custos privados e sociais, comporta tanto as proposições de PIGOU (1920) quanto de COASE (1960), porque a solução privada nem sempre é viável ou socialmente desejável, justificando maior dirigismo estatal por meio da promoção direta de atividades geradoras de externalidades positivas e proibição de atividades geradoras de externalidades negativas.

Caso específico de externalidade de grande importância nos mercados financeiro e de capitais são as externalidades de rede, conceituadas por Michael L. KATZ e Carl SHAPIRO (1985, p. 424)<sup>53</sup> como situações nas quais a utilidade que um indivíduo afere por utilizar certo bem ou serviço é proporcional ao número de outros usuários do mesmo bem ou serviço e à maior variedade de bens e serviços negociáveis. As externalidades de rede, como todas as externalidades, resultam na não internalização de todos os custos pelos usuários. Há externalidades de rede em diversos mercados, como comunicações, redes sociais, bolsas de valores, plataformas de investimentos e instrumentos de pagamentos, como cartões de crédito e débito e alguns criptoativos (vide item 3 do Capítulo II).

Para KATZ e Carl SHAPIRO (1985) a escala dos competidores já estabelecidos pode limitar a concorrência nos mercados em que há externalidades de rede. O aumento da concorrência poderia ocorrer mediante imposição de padrões que permitissem a interoperabilidade entre diferentes provedores de serviços ou um adaptador interposto entre diferentes plataformas. A ausência de padronização e interoperabilidade tende a resultar em concentração de mercado. Isso ocorre, por exemplo, nos aplicativos de mensagens instantâneas. Embora na maioria dos países seja possível utilizar simultaneamente todos os aplicativos, como não são interoperáveis, em cada país há uma empresa exercendo função

---

<sup>51</sup> Vide, por exemplo, COOTER, R & ULEN, T (2016, pp. 81-94).

<sup>52</sup> WINTERBOTHAM, Andrew (2012). *The Solutions to Externalities: From Pigou to Coase*. The Student Economic Review Vol. XXVI. Dublin, The Trinity College, 2012, pp. 172-180.

<sup>53</sup> KATZ, Michael L; SHAPIRO. Carl. *Network Externalities, Competition, and Compatibility*. The American Economic Review, v. 75, n. 3, p. 424-440, 1985. Disponível em <http://idv.sinica.edu.tw/kongpin/teaching/io/KatzShapiro1.pdf>. Acesso em 27.09.2019.

dominante, em geral associada a redes sociais: “WhatsApp” e “Messenger”, ambos do “Facebook”, nas Américas, Europa Ocidental, África Subsaariana, Oriente Médio, Rússia e Índia, “Line” no Japão e “WeChat” na China<sup>54</sup>.

Jean-Charles ROCHE e Jean TIROLE (2004)<sup>55</sup> explicam que as externalidades de rede são conceitualmente relacionadas aos mercados de duas ou múltiplas pontas, em que uma ou mais plataformas possibilitam interações entre usuários finais, como compradores e vendedores ou investidores e poupadouros. Nesses mercados, o operador da plataforma dimensiona os preços levando em conta o balanceamento da entrada de todas as pontas. Com isso, o ganho nas trocas para as pontas depende da tarifa cobrada pelo operador da plataforma, tendo como consequência a não aplicação do Teorema de Coase (ROCHET & TIROLE, 2004, p. 10).

Como nos mercados de duas ou múltiplas pontas caracterizados por externalidades de rede as plataformas precisam ter escala mínima para oferecer utilidade aos seus clientes, é comum que ofereçam prêmios, descontos e gratuidades para uma ou mais pontas, obtendo receita de outras pontas. Por essa razão, alguns jornais e redes sociais como o “Facebook” são gratuitos para usuários, cobrando por anúncios. Do mesmo modo, diversos cartões de pagamento oferecem programas de recompensas sem cobrança de tarifa de anuidade para seus clientes, concentrando a cobrança nos empresários do ramo varejista, os quais, a despeito da Lei 13.455/17, nem sempre conseguem diferenciar os preços cobrados em função do instrumento de pagamento utilizado. Outras plataformas, como “Uber”, “Rappi” e “Airbnb” oferecem recompensas para usuários que tragam novos clientes, enquanto o “Spotify” oferece serviço gratuito para novos clientes nos primeiros meses. Por fim, existe o chamado marketing de rede ou multinível, em que os vendedores são remunerados tanto pela venda de bens e serviços, quanto pelo recrutamento de novos vendedores.

---

<sup>54</sup> BOBROV, Liron Hakim. *Mobile Messaging App Map – February 2018*. Market Intelligence Insights February 5, 2018. Disponível em <https://www.similarweb.com/blog/mobile-messaging-app-map-2018>. Acesso em 28.09.2019.

<sup>55</sup> ROCHE, Jean-Charles; TIROLE, Jean (2004). *Two-sided Markets: an overview*. mimeo, IDEI, University of Toulouse. Disponível em [http://web.mit.edu/14.271/www/rochet\\_tirole.pdf](http://web.mit.edu/14.271/www/rochet_tirole.pdf) . Acesso em 27.09.2019.

Roberto ROSON (2005, pp. 155-156)<sup>56</sup> averte que, nesses mercados, se as pontas forem analisadas isoladamente, os preços dificilmente coincidirão com os custos marginais, podendo ser interpretados erroneamente como práticas anticompetitivas<sup>57</sup>. Entretanto, do mesmo modo que preços acima dos custos marginais não necessariamente caracterizam abuso de posição dominante, preços inferiores aos custos marginais não necessariamente resultam de práticas predatórias, não se podendo afirmar haver subsídio cruzado dos usuários que pagam preços mais altos para os usuários que pagam menos.

Algumas estratégias adotadas no âmbito de mercados de duas pontas com externalidades de rede também podem ser confundidas com esquemas de pirâmide, crime contra economia popular tipificado pela Lei 1.521/51, art. 2º, inciso IX<sup>58</sup>. Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2013)<sup>59</sup>, diferentemente do marketing de rede, nas pirâmides os bens e serviços são de produção barata e não possuem um valor relevante de mercado, de modo que os ganhos dos participantes decorrem exclusivamente da indicação de novos participantes. O problema é que a descoberta de preços e da utilidade de produtos e serviços nem sempre é clara quando há inovações financeiras, tornando investidores vulneráveis a este tipo de crime. Não é coincidência que após o *boom* dos criptoativos (vide item 3 do Capítulo II) a CVM esteja recebendo número crescente de denúncias de esquemas fraudulentos<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> ROSON, Roberto (2005). *Two-Sided Markets: A Tentative Survey*. Review of Network Economics, v. 4, n. 2, p. 142-160, 2005. Disponível em [http://www.rnejournal.com/articles/roson\\_RNE\\_june05.pdf](http://www.rnejournal.com/articles/roson_RNE_june05.pdf). Acesso em 28.09.2019.

<sup>57</sup> Lei 12.529/2011, art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: (...) §3º As seguintes condutas, além de outras, na medida em que configurem hipótese prevista no caput deste artigo e seus incisos, caracterizam infração da ordem econômica: (...) X - discriminar adquirentes ou fornecedores de bens ou serviços por meio da fixação diferenciada de preços, ou de condições operacionais de venda ou prestação de serviços; (...) XV - vender mercadoria ou prestar serviços injustificadamente abaixo do preço de custo; (...)

<sup>58</sup> Art. 2º. São crimes desta natureza: (...) IX - obter ou tentar obter ganhos ilícitos em detrimento do povo ou de número indeterminado de pessoas mediante especulações ou processos fraudulentos ("bola de neve", "cadeias", "pichardismo" e quaisquer outros equivalentes); (...) Pena - detenção, de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa, de dois mil a cinqüenta mil cruzeiros.

<sup>59</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2013). *Marketing Multinível e Pirâmides Financeiras*. Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor CVM/Senacon, vol. 6, 17.09.2013. Disponível em [https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/Boletim\\_ConsumidorInvestidor-6.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/Boletim_ConsumidorInvestidor-6.pdf). Acesso em 29.09.2019.

<sup>60</sup> CARRO, Rodrigo (2019). *Denúncias sobre criptomoedas dão um salto na CVM*. Valor Econômico, 10.09.2019. Disponível em <https://valorinveste.globo.com/mercados/cripto/noticia/2019/09/10/denuncias-sobre-criptomoedas-dao-um-salto-na-cvm.ghtml>. Acesso em 11.09.2019.

A última falha de mercado abordada neste Capítulo são os bens públicos, discutidos de maneira pioneira por Paul A. SAMUELSON (1954)<sup>61</sup> sob a nomenclatura de bens de consumo coletivo<sup>62</sup>. São bens públicos aqueles em que o uso por uma ou mais pessoas não reduz a quantidade disponível para outras pessoas (não rivalidade) e há impossibilidade de excluir ou limitar seu uso (não excludentes), existindo incentivo para o comportamento carona. Devido à dificuldade de apropriação privada dos ganhos, SAMUELSON (1954, p. 388) concluiu que o sistema de preços por si não seria capaz de fornecer nível socialmente ótimo de bens públicos. Sob a óptica deste trabalho, a estabilidade financeira pode ser vista como um bem público<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> SAMUELSON, Paul. A. (1954) *The Pure Theory of Public Expenditure*. Review of Economics and Statistics 36: 387–389. Disponível em [https://courses.cit.cornell.edu/econ335/out/samuelson\\_pure.pdf](https://courses.cit.cornell.edu/econ335/out/samuelson_pure.pdf) . Acesso em 29.09.2019.

<sup>62</sup> Em economia, o conceito de bens públicos ou bens de consumo coletivo não coincide com o adotado pelo Código Civil nos arts. 98 a 103, nem com o conceito de bens de uso comum do povo do inciso I do art. 99.

<sup>63</sup> CAMDESSUS, Michel (1999). *International Financial and Monetary Stability: A Global Public Good?* International Monetary Fund, May 28, 1999. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp052899> . Acesso em 29.09.2019.

## 1.4 RACIONALIDADE LIMITADA: VIESES COGNITIVOS E EMOCIONAIS DO PROCESSO DECISÓRIO

Milton FRIEDMAN (1953, pp. 1-27)<sup>64</sup>, um dos maiores expoentes da Teoria Neoclássica, distingue a economia positiva, que descreve como as coisas são, da normativa, que pressupõe a economia positiva, mas envolve um juízo ético de como as coisas deveriam ser. A economia positiva envolve um conjunto de generalizações e simplificações a respeito do fenômeno econômico, como a hipótese da racionalidade, com o objetivo de gerar modelos preditivos. Para FRIEDMAN (1953, pp. 25-26) as teorias econômicas deveriam ser testadas e validadas não pelo realismo de suas hipóteses, mas pelo grau de adequação ao seu propósito ou pela precisão de suas previsões frente a outras teorias. Apesar de ter como objeto a interação entre seres humanos, é exatamente por ser falseável que a economia positiva seria tão científica quanto a física e a química.

Herbert A. SIMON (1978)<sup>65</sup> contrapõe-se à proposição de FRIEDMAN (1953), por entender que a veracidade das hipóteses adotadas muitas vezes é crucial para o resultado das previsões. Para SIMON (1978), o conceito de racionalidade perfeita da Teoria Neoclássica não pode ser considerado uma aproximação da realidade por ser contrário ao modo como se dá efetivamente o processo decisório em situações de complexidade. Em seu lugar, propõe a adoção da hipótese da racionalidade limitada, segundo a qual os agentes econômicos adotam mecanismos individuais e coletivos de aprendizado e adaptação e nem sempre tomam decisões otimizadoras, satisfazendo-se com o cumprimento de metas e objetivos previamente determinados. Embora não negue o caráter científico da economia, SIMON (1978) defende que a analogia apropriada é com a biologia, não com a física e química.

Para Geoffrey Martin HODGSON (2013)<sup>66</sup>, as hipóteses da racionalidade forte e da otimização que descrevem o comportamento do *homo economicus* na Teoria Neoclássica seriam ao mesmo tempo excessivamente genéricas e não científicas. Ao considerar

---

<sup>64</sup> FRIEDMAN, Milton (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

<sup>65</sup> SIMON, Herbert A (1978). *RATIONAL DECISION-MAKING IN BUSINESS ORGANIZATIONS*. Nobel Memorial Lecture, 8 December, 1978. Disponível em <https://core.ac.uk/download/pdf/6322096.pdf> . Acesso em 30.09.2019.

<sup>66</sup> HODGSON, Geoffrey Martin (2013). *From Pleasure Machines to Moral Communities - An Evolutionary Economics without Homo Economicus*. Chicago: The University of Chicago Press Books, 2013.

irrelevante o realismo das hipóteses, a racionalidade forte e a otimização poderiam ser utilizadas para descrever o comportamento de seres vivos de qualquer espécie, não apresentando nada específico dos seres humanos. E não sendo falseáveis, as hipóteses não seriam científicas. Para não incorrer nessas falhas, as abordagens alternativas devem elaborar hipóteses sobre o comportamento humano que levem em conta aspectos biológicos, psicológicos e sociais do ser humano e que possam ser testadas empiricamente. Ao relaxar-se a hipótese da racionalidade forte, mesmo informações completas podem gerar resultados ineficientes, pois, como afirma Nick CHATER (2015, p. 118)<sup>67</sup> “*essas (informações) podem ser mal compreendidas, vistas como não confiáveis ou distantes das escolhas que o cidadão enfrenta*”.

Como alternativa ao agente econômico racional e maximizador na Teoria Neoclássica, a Economia Comportamental visa a descrever de maneira mais realista o processo decisório, incorporando características psicológicas identificadas a partir de experimentos empíricos. Daniel KAHNEMAN (2012, pp. 513-518)<sup>68</sup>, pioneiro nesse tipo de análise, entende que uma característica central da racionalidade, a coerência ou transitividade das preferências (Vide item 1 deste Capítulo), é excessivamente restritiva, demandando um grau de raciocínio lógico que a limitada mente humana não teria condições de implementar. Seres humanos razoáveis (*humans*) são dotados de flexibilidade, o que implica algum nível de incoerência de decisões. Embora não possam ser considerados racionais (*econs*), tampouco são irracionais, o que resultaria em decisões tomadas apenas de modo impulsivo, emocional e impermeável a argumentos racionais.

KAHNEMAN (2012, pp. 25-136) descreve o processo decisório como a interação entre dois personagens ficcionais: o sistema 1, de ações automáticas, rápidas, com pouco esforço e sem percepção de controle voluntário, e o sistema 2, de ações analíticas e mais lentas. A

---

<sup>67</sup> CHATER, Nick (2015). *A REVOLUÇÃO DA CIÊNCIA COMPORTAMENTAL NAS POLÍTICAS PÚBLICAS E EM SUA IMPLEMENTAÇÃO*. In: ÁVILA, Flávia & BIANCHI, Ana Maria (Org.). *Guia de economia comportamental e experimental*. Tradução Laura Teixeira Motta Paulo Futagawa. São Paulo: EconomiaComportamental.org, 2015. Licença: Creative Commons Attribution CC-BY-NC – ND 4.0. Disponível em <http://www.economiacomportamental.org/guia-economia-comportamental.pdf> . Acesso em 13.07.2018.

<sup>68</sup> KAHNEMAN, Daniel (2012). *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Tradução Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

atuação do sistema 1 se dá por meio de reações acessíveis e rápidas, denominadas heurísticas, que frequentemente levam a respostas satisfatórias aos problemas apresentados porque não são necessariamente simples, muito menos aleatórias. Entretanto, por não envolverem maior grau de reflexão, as heurísticas podem induzir a erros. O sistema 2 frequentemente se contrapõe ao sistema 1, impedindo que decisões ruins sejam tomadas por impulso. Entretanto, há três razões pelas quais nem sempre o sistema 2 exerce esse papel. Em primeiro lugar, há limites cognitivos decorrentes, por exemplo, do grau de acesso ao ensino formal. Além disso, o sistema 2 é mais lento, tornando o sistema 1 imprescindível para a maioria das decisões. Finalmente, o sistema 2 não é totalmente independente do sistema 1, endossando e racionalizando sentimentos gerados pelo sistema 1, de modo que nem sempre é fácil diferenciar heurísticas de análises elaboradas no processo decisório.

Para KHANEMAN (2012, pp. 521-522), a própria natureza do sistema 1 faz com que ele não seja prontamente educável, de modo que a melhor forma de aprimorar o processo decisório é pela identificação de vieses, diminuição da velocidade das decisões e aumento da importância do raciocínio analítico proporcionado pelo sistema 2. Organizações, por terem processo decisório mais lento, procedural e sujeito a controles de qualidade, possuem maior capacidade que indivíduos de evitar erros, mas também podem tomar decisões equivocadas com base em heurísticas. No que diz respeito ao objeto deste trabalho, o reconhecimento de que organizações estão em melhor posição que indivíduos para mitigar os efeitos negativos das heurísticas reforça a necessidade de legislação protetiva de consumidores, e, de maneira mais geral, dos clientes não profissionais dos intermediários financeiros.

A adoção da hipótese da racionalidade forte tem como consequência a impossibilidade de se aumentar o nível de bem-estar dos indivíduos limitando suas escolhas, resultando em uma visão libertária de mundo. A economia comportamental, por entender que, mesmo não sendo irracionais, os agentes econômicos frequentemente necessitam de ajuda para tomar melhores decisões por nem sempre agirem racionalmente, desenvolve o conceito de “paternalismo libertário”.

Max H. BAZERMAN e Daniel MOORE (2010)<sup>69</sup> sistematizam os vieses cognitivos como decorrentes de três categorias de heurísticas: disponibilidade, representatividade e confirmação. É possível incorporar tais heurísticas à noção de racionalidade limitada, tratando-as como formas de reduzir o custo de obtenção e de processamento de informações em ambientes complexos.

Para Max H. BAZERMAN e Dolly CHUGH (2005)<sup>70</sup>, a heurística da disponibilidade seria causada pelos limites da consciência humana, pois é mais fácil dar atenção para informações fáceis de lembrar, seja pela proximidade no tempo, seja pela intensidade. Isso explica, por exemplo, o aumento de demanda por seguros depois de catástrofes naturais e a maior aversão após eventos de estresse nos preços de mercado. O problema é que isso leva os agentes a dar valor para informações irrelevantes e disponíveis e ignorar informações importantes e de obtenção mais custosa.

A heurística da representatividade ocorre quando dados e indicadores representativos são ignorados ou mal interpretados. Para Max H. BAZERMAN e Daniel MOORE (2010), ela materializa-se em cinco espécies de vieses cognitivos: insensibilidade a índices básicos, insensibilidade ao tamanho da amostra, interpretações erradas de probabilidades, desconsideração da regressão à média e falácia da conjunção.

Uma consequência da insensibilidade a índices básicos é que os empreendedores tendem a minimizar as probabilidades de fracasso. Pesquisa realizada pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), com cerca de dois mil empreendedores do estado de São Paulo, constatou que, embora a probabilidade de sucesso seja positivamente correlacionada ao tempo dedicado ao planejamento, “*ao abrir a empresa, parte dos empreendedores não levantou informações importantes sobre o mercado*

<sup>69</sup> BAZERMAN, Max H., & MOORE, Daniel (2010). *Processo decisório*. Tradução: Daniel Vieira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. 3<sup>a</sup> Reimpressão.

<sup>70</sup> BAZERMAN, Max H. & CHUGH, Dolly (2005). *Bounded Awareness: Focusing Failures in Negotiation*. FRONTIERS OF SOCIAL PSYCHOLOGY: NEGOTIATIONS, L. Thompson, Ed., Psychological Press, 2005. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=627482](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=627482). Acesso em 22.05.2018.

(clientes, concorrentes, fornecedores). Mais da metade não realizou o planejamento de itens básicos antes do início das atividades da empresa.” (SEBRAE, 2014, p. 40)<sup>71</sup>. Outro exemplo da insensibilidade a índices básicos é o percentual ínfimo de uniões e casamentos civis precedidos de pactos antenupciais: apesar do crescimento recente, são firmados menos de 50 mil pactos antenupciais por ano (MIGALHAS, 2015)<sup>72</sup>, menos de 5% do número anual de uniões estáveis e casamentos civis registrados e menos de 15% do número de divórcios (IBGE, 2018b)<sup>73</sup>.

Nem toda amostra pode ser usada para a realização de inferências. Uma amostra pequena é mera evidência anedótica. Devido ao viés da insensibilidade ao tamanho da amostra, as pessoas tendem a extrapolar amostras, mesmo quando isso não for possível. Uma consequência é que investidores tendem a dar atenção para a performance recente de produtos e serviços sem questionar-se se este tipo de desempenho pode ser mantido em prazos mais longos.

A interpretação errada de probabilidades acarreta, por exemplo, a identificação de padrões inexistentes. Como visto no item 2 deste Capítulo, as cotações dos ativos financeiros seguem um passeio aleatório, mas, devido à interpretação errada de probabilidades, muitos investidores irão acreditar terem identificado padrões. Os indivíduos também “*são propensos a ignorar que eventos extremos tendem a regredir à média em tentativas subsequentes*” (BAZERMAN & MOORE: 2010, p. 56). Uma consequência disso é que muitos investidores tendem a reagir desproporcionalmente a movimentos extremos de mercado, seja comprando após a ocorrência de altas expressivas, seja vendendo após eventos de estresse (vide item 5 deste Capítulo). O último viés decorrente da heurística da representatividade é a falácia da conjunção, que é a tendência a se julgar erroneamente a

<sup>71</sup> SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (2014). *Causa Mortis: o sucesso e o fracasso das empresas nos primeiros cinco anos de vida*. São Paulo, jul. 2014. Disponível em [https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/SP/Pesquisas/causa\\_mortis\\_2014.pdf](https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/SP/Pesquisas/causa_mortis_2014.pdf). Acesso em 07.10.2019.

<sup>72</sup> MIGALHAS. *Número de pacto antenupcial lavrados cresceu 36% no país*. 19.06.2015. Disponível em <https://www.migalhas.com.br/Quentes/17.MI223491,61044-Numerode+pacto+antenupcial+lavrados+cresceu+36+no+pais>. Acesso em 07.10.2019.

<sup>73</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (2018b). *Estatísticas do Registro Civil: 2017*. Rio de Janeiro, v. 44, 2018. Atualizado em 16.01.2019. Disponível em [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/135/rc\\_2017\\_v44\\_informativo.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/135/rc_2017_v44_informativo.pdf). Acesso em 07.10.2019.

probabilidade de ocorrência simultânea de dois eventos quando um deles for significativamente menos provável que o outro.

A heurística da confirmação é a propensão que muitas pessoas têm a dar mais atenção às informações que confirmem crenças prévias. Para Max H. BAZERMAN e Daniel MOORE (2010), ela se materializa em seis espécies de vieses: armadilha da confirmação, ancoragem, interpretação equivocada de probabilidade de eventos conjuntivos e disjuntivos, excesso de confiança, previsão retrospectiva (*hindsight*) e maldição do conhecimento.

A armadilha da confirmação é a tendência de se ignorar ou minimizar informações que não corroborem as hipóteses previamente levantadas. Como tais hipóteses variam de pessoa para pessoa, é difícil antever quais informações fornecidas serão levadas em conta e o que será minimizado ou até mesmo ignorado. O viés da ancoragem faz com que os indivíduos deem muita ênfase a uma estimativa inicial e tenham dificuldades em fazer ajustes a partir dessa âncora inicial, explicando, por exemplo, porque investidores têm dificuldade em reconhecer que determinadas estratégias de investimento foram ruins e aceitar perdas. A ancoragem também explica porque as pessoas tendem a dar valor àquilo que elas têm, considerando pior perder a deixar de ganhar um determinado valor.

Outro viés decorrente da heurística da confirmação é a superestimação de probabilidade de eventos conjuntivos e subestimação da probabilidade de eventos disjuntivos. Uma consequência para o planejamento financeiro, é que, por melhores que sejam as estimativas de receitas e despesas, erros relativamente pequenos em alguns componentes podem resultar em descasamento significativo de receitas e despesas. Outra consequência é que, nas estratégias de investimentos dependente de sucesso em diversas etapas para obtenção de ganhos, as pessoas tendem a ignorar que o fracasso em apenas uma etapa pode comprometer o resultado como um todo. A tendência ao excesso de confiança quanto ao acerto de julgamentos impulsiona a tomada de maiores riscos e também ajuda a explicar por que parcela considerável de empreendedores não dedica tempo suficiente ao planejamento de seus negócios (SEBRAE, 2014).

O viés da previsão retrospectiva (*hindsight*) diz respeito ao fato de que, após a ocorrência de um evento, os agentes econômicos tendem a superestimar a capacidade de ter previsto a ocorrência desse evento. Na década passada, embora diversos economistas já apontassem as vulnerabilidades, nos países desenvolvidos, da oferta de crédito para os segmentos *subprime*, as principais consequências da crise financeira não foram antecipadas. No final de agosto de 2008, a cotação do dólar foi de R\$ 1,63 e pesquisa realizada pelo BCB com mais de uma centena de instituições apresentava expectativa de dólar cotado entre R\$ 1,55 e R\$ 1,71 no final de setembro e entre R\$ 1,50 e R\$ 1,80 no final de 2008<sup>74</sup>. Devido à crise internacional, as cotações do dólar no final de setembro e no final de 2008 foram de, respectivamente, R\$ 1,91 e R\$ 2,34, ou seja, 11% e 30% superiores, respectivamente, ao teto das estimativas. Isso ajuda a explicar a parcimônia com a qual os tribunais brasileiros aplicam a resolução ou revisão contratual por excessiva onerosidade decorrente de “acontecimentos extraordinários e imprevisíveis” (CC, art. 478). Conforme demonstrado por Otávio Luiz RODRIGUES JÚNIOR (2014, pp. 58-59)<sup>75</sup>, os tribunais não consideram extraordinários e imprevisíveis eventos como mudança de padrão monetário, inflação, recessão econômica, planos econômicos e desvalorizações cambiais, mesmo quando esses eventos não foram antecipados pelo mercado.

Por fim, o viés da maldição do conhecimento frequentemente ocasiona a ilusão de que as informações de que dispomos são de conhecimento geral, gerando desentendimentos nas relações negociais caracterizadas por assimetrias de informação. Na intermediação financeira, isso pode levar ao intercâmbio de informações insuficiente entre clientes e intermediários financeiros.

A neurocientista Tali SHAROT (2015)<sup>76</sup> defende a hipótese de que o processo evolutivo

<sup>74</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019). *Sistema de Expectativas de Mercado*. <https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/?wicket:interface=:7:1:::>. Acesso em 12.10.2019.

<sup>75</sup> RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz (2014). *A Revisão Judicial dos Contratos de Consumo no Brasil*. In: GOUVEIA, Jorge Bacelar & SILVA, Heraldo de Oliveira (Coord.) I Congresso Luso-Brasileiro de Direito. Lisboa: Almedina, 2014, pp. 41-77. Disponível em [http://www.direitocontemporaneo.com/wp-content/uploads/2014/01/A-revisa%C3%A7%C3%A3o-judicial-dos-contratos-de-consumo\\_Otavio-Rodrigues.pdf](http://www.direitocontemporaneo.com/wp-content/uploads/2014/01/A-revisa%C3%A7%C3%A3o-judicial-dos-contratos-de-consumo_Otavio-Rodrigues.pdf). Acesso em 11.10.2019.

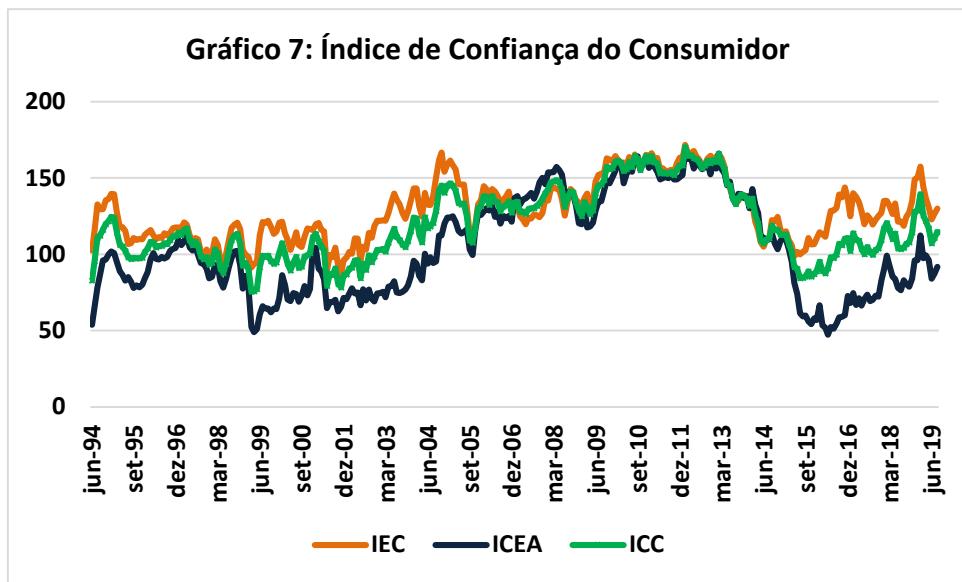
<sup>76</sup> SHAROT, Tali (2015). *O viés otimista: por que somos programados para ver o mundo pelo lado positivo*. Tradução de Ana Beatriz Rodrigues. 1<sup>a</sup> Ed. Rio de Janeiro: Rocco, 2015.

selecionou seres humanos moderadamente otimistas, pois o otimismo atua como um mecanismo protetor das inevitáveis frustrações enfrentadas ao longo da vida. O otimismo resultaria de duas ilusões cognitivas: o ponto cego e a superioridade. O ponto-cego significa que é mais fácil avaliar os outros do que nós mesmos, enquanto a ilusão da superioridade implica baixa de probabilidade de nos vermos nos grupos de menor desempenho. Como consequência, adaptamo-nos rapidamente a resultados melhores que os esperados e lentamente a resultados negativos, pois tendemos a acreditar que as coisas irão melhorar. Haveria, portanto, um nível ótimo de otimismo: enquanto o pessimismo resultaria em processo decisório excessivamente dispendioso ou mesmo imobilismo, o excesso de otimismo levaria as pessoas a não darem a devida atenção aos riscos.

O viés otimista pode ser analisado sob a óptica da teoria da utilidade esperada (vide item 1 deste Capítulo). Devido à relação entre riscos e retornos esperados, o pessimismo se traduz em aversão a riscos e, portanto, menores retornos, enquanto o otimismo excessivo resulta em postura imprudente frente a riscos. Se moderado, o otimismo permite alguma tomada de riscos, assegurando maior retorno esperado. No âmbito deste trabalho, por exemplo, investidores muito pessimistas concentram suas aplicações em produtos de menor rendimento, ao passo que investidores excessivamente otimistas são mais propensos à tomada de riscos excessiva. No caso de tomadores de crédito, diante de um evento que cause queda na renda, além da dificuldade em ajustar o orçamento, os consumidores tendem a subestimar o tempo necessário para recuperação do nível de renda, recorrendo a fontes de crédito mais fáceis de tomar e com maiores taxas de juros, como rotativos (vide Capítulo III, subitem 3.1).

O viés otimista pode ser constatado nos índices elaborados pela Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (FECOMERCIOSP) com base em pesquisas realizadas mensalmente com consumidores e empresários. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) é calculado desde junho de 1994 com base em questionários respondidos por 2.200 consumidores, sendo a média ponderada de dois indicadores, o Índice de Condições Econômicas Atuais (ICEA), com peso de 40%, e o Índice de Expectativas do Consumidor (IEC), que representa 60% do ICC. Esses indicadores variam entre 0 (total pessimismo) e 200 (total otimismo), sendo 100 o indicador de percepção neutra.

Dos 303 meses pesquisados, entre junho de 1994 e agosto de 2009, o ICEA acompanhou o ciclo econômico, indicando otimismo em 145 meses (47,9%). O IEC, por sua vez, só foi inferior ao ICEA em 34 meses (11,2%), períodos em que predominou o grande dinamismo econômico, e refletiu otimismo em 286 meses (94,4%). Interessante observar que, na recessão de 2015 e 2016, a mais profunda de toda a série do ICC, houve expressivo descolamento entre o ICEA e o IEC (Gráfico 7). Logo, embora a crise piora a situação presente dos consumidores, a expectativa é que o futuro seja melhor.



Fonte: FECOMERCIOSP<sup>77</sup>

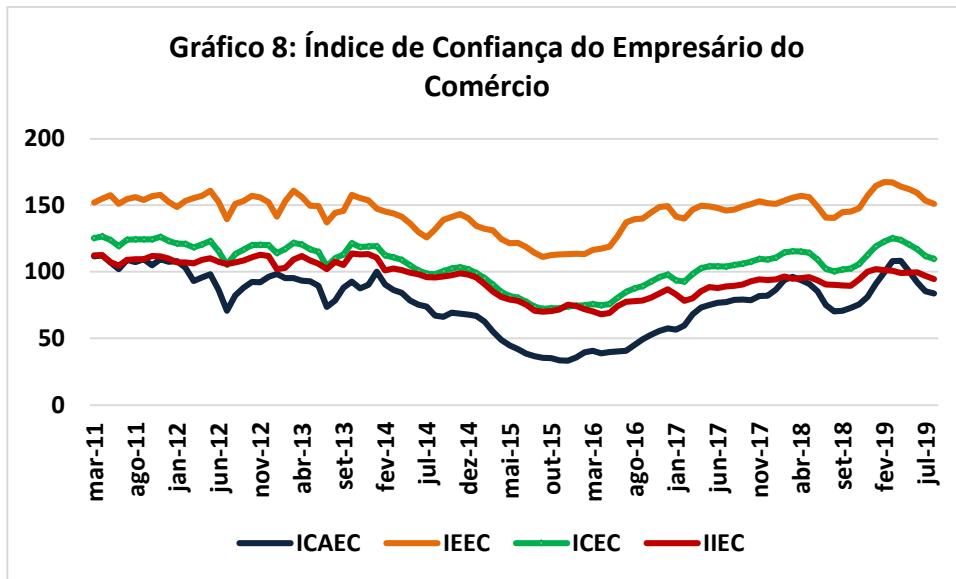
Importante ressaltar que há diferenças significativas entre grupos de consumidores, pois o nível de otimismo tende a ser maior entre pessoas de renda alta, homens e jovens. O ICC das pessoas com renda superior a 10 salários mínimos é, em média, 19,9 pontos superior as demais, sendo a diferença média maior para as condições presentes (25,4) que futuras (16,9). Desde maio de 1999, a FECOMERCIOSP também divulga os índices por gênero e idade. O ICC dos homens é 4,4 pontos superior ao das mulheres, sendo a diferença maior no presente (5,5) que nas condições futuras (3,7). Por fim, as pessoas de até 35 anos são,

<sup>77</sup> FECOMERCIOSP. *Índice de Confiança do Consumidor*. Disponível em <https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icc>. Acesso em 29.09.2019.

em média, 7,0 pontos mais otimistas que os demais, sendo a diferença maior no presente (9,7), que no futuro (5,2).

O Índice de Confiança do Empresário do Comércio (ICEC) é calculado desde março de 2011, com base em questionários respondidos por 541 empresas do município de São Paulo, sendo obtido pela média aritmética de três indicadores: Índice de Condições Atuais do Empresário do Comércio (ICAEC) e Índice de Expectativas do Empresário do Comércio (IEEC) e Índice de Investimento do Empresário do Comércio (IIEC), sendo este último um indicativo do grau em que as expectativas otimistas materializam-se em ampliação dos negócios, por medir as decisões relativas à contratação de funcionários, aquisição de estoques e investimentos.

Assim como ocorre com consumidores, os índices que refletem o presente tendem a acompanhar o ciclo econômico: como nesta década a economia brasileira foi abatida por uma profunda crise econômica, não é de se espantar que o ICAEC tenha ficado abaixo de 100 (pessimista) na maior parte do tempo: em média, 77,5. Isso contrasta com o IEEC, superior a 100 (otimista) durante toda a série analisada, inclusive durante a recessão de 2015 e 2016. O IIEC, por sua vez, retrata cenário mais moderado: embora seja superior ao ICAEC na maior parte do tempo, foi, em média, de 95,3 (pessimista) no período (Gráfico 8). Os empresários do comércio, portanto, reconhecem os efeitos negativos da crise econômica no presente e, embora acreditem em melhora no futuro, investem como se fossem significativamente menos otimistas, corroborando a hipótese de KHANEMAN (2012, pp. 521-522): as organizações encontram-se em melhor posição que os indivíduos para mitigar os impulsos emocionais no processo decisório. Por fim, de maneira análoga aos consumidores, as empresas mais bem posicionadas no mercado, as com mais de 50 empregados, têm ICAEC, em média, 26,3 pontos superior ao das demais empresas.



Fonte: FECOMERCIOSP<sup>78</sup>

O acompanhamento do comportamento de investidores no mercado de capitais revela alguns dos vieses cognitivos inerentes ao processo decisório. Em estudo realizado sob encomenda da CVM, Fernando CHAGUE e Bruno GIOVANNETTI (2019)<sup>79</sup> analisaram os resultados obtidos por todos os *day-traders* pessoas físicas que negociaram, entre 2012 e 2017, contratos futuros mini de Ibovespa e de dólar comercial<sup>80</sup>. Considerando apenas os custos de emolumentos e taxas de registro cobrados pela BM&FBOVESPA, atual Brasil Bolsa Balcão (B3), ou seja, desprezando-se os custos de corretagem, constatou-se que mais de 80% dos que negociaram minis de dólar e mais de 90% dos que negociaram minis de Ibovespa tiveram prejuízos e que, em ambos os contratos, menos de 0,2% das pessoas físicas teve retornos médios diários superiores a R\$ 300. Além disso, o estudo contradiz o

<sup>78</sup> FECOMERCIOSP. *Índice de Confiança do Empresário do Comércio*. Disponível em <https://www.fecomercio.com.br/pesquisas/indice/icec>. Acesso em 29.09.2019.

<sup>79</sup> CHAGUE, Fernando; GIOVANNETTI, Bruno (2019). *É possível viver de day-trading?* 05.03.2019. Disponível em <https://cointimes.com.br/wp-content/uploads/2019/03/Viver-de-day-trading.pdf>. Acesso em 08.10.2019.

<sup>80</sup> Os contratos futuros de Ibovespa (IND) e de dólar comercial (DOL) têm valores de, respectivamente, os equivalentes em reais do número de pontos do Ibovespa e de 50 mil dólares, enquanto o lote padrão para negociação é de cinco contratos. Os contratos futuros mini de Ibovespa (WIN) e de dólar comercial (WDO) possuem as mesmas condições e datas de vencimento dos respectivos contratos futuros, mas seus valores correspondem, em reais, a 20% do número de pontos do Ibovespa e a 10 mil dólares, ao passo que o lote padrão é de um contrato. Logo, o valor mínimo de negociação dos minis é de 4% do valor dos contratos futuros espelhados. Desse modo, os minis são mais acessíveis a empresas e investidores de menor porte. Por exemplo, para o Ibovespa em 100.000 pontos e o dólar comercial cotado a R\$ 4, a negociação mínima de IND e DOL seria de, respectivamente, R\$ 500.000 e R\$ 1.000.000. Já os minis poderiam ser negociados com no mínimo R\$ 20.000 (WIN) e R\$ 40.000 (WDO).

argumento de algumas corretoras de que os lucros seriam crescentes conforme os investidores avançassesem no aprendizado. Pelo contrário, quanto mais tempo persistem, maiores os prejuízos acumulados pelos *day-traders*. Para CHAGUE e GIOVANNETTI (2019, pp. 20-21), “(...) à medida que a perda acumulada do *day-trader* vai aumentando, ele vai tomando decisões cada vez mais equivocadas.”

Os prejuízos da grande maioria dos *day-traders* é indício que as estratégias adotadas por esses investidores, frequentemente obtidas por meio de cursos pagos, partem da identificação de padrões em distribuições aleatórias das cotações intradiárias de minis de dólar e de Ibovespa, ou seja, são interpretações erradas de probabilidades. Também há evidência de armadilha da confirmação, pois muitos desses investidores buscaram informações em cursos sobre *day-trading* e com especialistas de corretoras, interessados em comissões, deixando de procurar evidências contrárias na consagrada literatura sobre mercados eficientes (item 2 deste Capítulo). Também é possível verificar o excesso de confiança comum aos investidores de instrumentos financeiros mais arriscados. O viés otimista se faz presente, principalmente entre aqueles investidores que seguiram tentando, mesmo com resultados cada vez piores. Por fim, não surpreenderia se, mesmo após a publicação do estudo, amplamente divulgado pela imprensa<sup>81</sup> e que pode ser obtido gratuitamente na *internet*, o número de pessoas físicas fazendo *day-trading* não diminua, uma consequência do viés da insensibilidade a índices básicos.

Como mencionado, as heurísticas podem ser interpretadas à luz da racionalidade, como formas de lidar com o custo de obtenção e processamento de informações, enquanto o viés otimista pode ser assimilado pela noção de diferentes posturas frente ao risco em escolhas envolvendo incerteza e risco. Ainda assim, nem todo comportamento humano é compatível com a noção de racionalidade. Para Richard H. THALER (2000)<sup>82</sup>, há questões emocionais

---

<sup>81</sup> CAMPOS, Álvaro (2019). *Mais de 90% das pessoas que tentam viver de 'day trade' têm prejuízo*. São Paulo, Valor Econômico, 07.03.2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/03/07/mais-de-90-das-pessoas-que-tentam-viver-de-day-trade-tem-prejuizo.ghtml>. Acesso em 13.10.2019.

<sup>82</sup> THALER, Richard H (2000). *From Homo Economicus to Homo Sapiens*. Journal of Economic Perspectives—Volume 14, Number 1—Winter 2000—Pages 133–141. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.14.1.133>. Acesso em 22.05.2018.

que dificilmente podem ser incorporadas à noção de racionalidade, como a miopia de longo prazo em escolhas intertemporais e o comportamento de manada.

Pela Teoria Neoclássica, agentes racionais otimizam seu nível de bem-estar dividindo consumo presente e futuro em função de uma dada taxa de desconto. Quanto mais opções forem dadas aos indivíduos, maior tende a ser o nível de utilidade, porque os indivíduos escolherão entre presente e futuro de maneira consistente com suas preferências. A Economia Comportamental, por sua vez, reconhece que nem sempre os indivíduos conseguem controlar-se diante de possibilidades de maior consumo no presente, devido à dificuldade de resistência às tentações. Por essa razão, nem sempre indivíduos totalmente livres conseguem otimizar o *trade-off* entre curto e longo prazo. Uma forma espontânea de lidar com isso é a contabilidade mental, meio pelo qual as pessoas dividem voluntariamente os próprios recursos para diferentes usos. Isso explicaria, por exemplo, a racionalidade de se tomar empréstimos a taxas de juros superiores aos rendimentos de investimentos financeiros. O ordenamento jurídico também limita as escolhas intertemporais quando determina que alguns direitos são indisponíveis, o que economicamente pode ser interpretado como admissão de que indivíduos racionais terão dificuldade na precificação da renúncia desses direitos.

No mercado de crédito, a miopia de longo prazo justifica a imposição de limites de endividamento ou mesmo a vedação ao acesso a algumas linhas de empréstimos. Em produtos mais complexos, implica maior dificuldade de precificação dos riscos quando os benefícios são imediatos e os riscos diferidos no tempo. Isso justifica a imposição de que os intermediários sempre avaliem a adequação de produtos e serviços complexos em relação aos clientes não profissionais, mesmo quando a iniciativa tenha sido do cliente. Além do dever de informação sobre os atributos dos produtos e serviços, cabe aos intermediários financeiros avaliar, com relação ao cliente ou cliente potencial, se o produto ou serviço é adequado aos objetivos de investimento, incluindo o apetite ao risco e o horizonte temporal, e a situação financeira, incluindo a capacidade de incorrer em perdas (Vide Capítulo III).

Tyler W. WATTS, Greg J. DUNCAN, Haonan QUAN (2018)<sup>83</sup> realizaram um experimento no qual 918 crianças de 54 meses de idade foram colocadas diante de alguma guloseima que gostavam, podendo escolher entre esperar 7 minutos e ganhar uma guloseima adicional ou comê-la antes de 7 minutos e não ganhar nada. Quando as crianças completaram 7 anos, os pesquisadores compararam os resultados do experimento com as pontuações em avaliações de aprendizagem padronizadas, constatando correlação positiva entre o tempo sem comer a guloseima e as pontuações nos testes, o que seria um indício que indivíduos com maior capacidade de autocontrole teriam mais propensão a um bom desempenho escolar.

Entretanto, o estudo revelou alta correlação entre variáveis socioeconômicas, fortemente correlacionadas ao desempenho escolar, e a capacidade de espera das crianças. A proporção de crianças que esperaram os 7 minutos para ganhar a segunda guloseima foi de 68% entre aquelas cujas mães tinham ensino superior completo e 45% entre as demais. No grupo de crianças com mães de menor escolaridade, cada minuto adicional de espera resultou em acréscimo na pontuação equivalente a 10% de um desvio padrão, mas esse efeito foi reduzido em dois terços na presença de variáveis de controle como habilidades cognitivas na infância e nível socioeconômico da família. A hipótese levantada pelos autores é que as famílias de baixa renda tendem a priorizar o presente porque estão sujeitas a um maior grau de incertezas quanto ao futuro. Esse maior grau de miopia intertemporal das pessoas de menor renda reforça, sob a óptica dos tomadores de crédito, a hipótese de BHASKARAN (2016) de que instituições financeiras tendem a ofertar linhas de crédito de maiores taxas de juros para grupos marginalizados, já levando em conta o efeito do *credit scoring*.

O comportamento de manada é outro viés emocional relevante no processo decisório. Em parte, pode ser visto como uma heurística de obtenção de informações a partir da interpretação de que as ações de outros indivíduos sinalizam informações. Ainda assim, há

---

<sup>83</sup> WATTS, Tyler W.; DUNCAN, Greg J.; QUAN, Haonan (2018). *Revisiting the Marshmallow Test: A Conceptual Replication Investigating Links Between Early Delay of Gratification and Later Outcomes*. Psychological Science, Vol 29, Issue 7, 2018, pp. 1-19. First Published May 25, 2018. Disponível em <https://www.parentshop.com.au/important/uploads/Marshmallow-Experiment-Report-2018.pdf> . Acesso em 05.10.2019.

um componente puramente emocional relacionado à pressão social, à crença de que os outros prestam mais atenção em nós do que de fato prestam. Nos mercados financeiros e de capitais, a principal consequência do comportamento de manada são as bolhas, em períodos de otimismo, e ataques especulativos, quando o pessimismo domina.

Richard H. THALER e Cass R. SUNSTEIN (2008)<sup>84</sup> enfatizam alguns aspectos que permitem identificar situações em que os pressupostos da análise econômica tradicional são mais imprecisos: i. alto grau de complexidade das alternativas; ii. baixa frequência com que a pessoa se depara com a escolha; iii. benefícios no curto prazo e custos no longo prazo; iv. ausência de *feedback* que permita a correção de percepções e estratégias; v. dificuldade em conhecer a própria vontade; vi. dificuldade ao traduzi-la em escolhas, mesmo quando os agentes conhecem a própria vontade. Em algum grau, tais aspectos costumam estar presentes nas inovações financeiras, abordadas nos itens 2 e 3 do Capítulo II.

George Arthur AKERLOF e Robert James SHILLER (2015)<sup>85</sup> sustentam que no mercado há agentes especializados em manipular limitações informacionais, cognitivas e emocionais de outros agentes. Nesse sentido, se não houver a imposição de padrões de conduta que impeçam essa manipulação, a concorrência pode forçar agentes até então neutros a portarem-se de maneira manipuladora.

A Organização Internacional de Comissões de Valores (OICV, cuja sigla em inglês é IOSCO) realizou pesquisa com reguladores de condutas de diferentes países, constatando que, embora muitas autoridades reconheçam a importância da economia comportamental para a identificação de situações nas quais investidores de varejo realizam escolhas sub-ótimas, há dificuldade em editar normas baseadas na economia comportamental. Entre os obstáculos apontados estão as diferentes formas pelas quais os indivíduos interpretam os dados fornecidos e a dificuldade de reprodução de comportamentos reais em experimentos

---

<sup>84</sup> THALER, Richard H. & SUNSTEIN, Cass R (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. Yale University Press, 2008.

<sup>85</sup> AKERLOF George Arthur & SHILLER, Robert James (2015) *Phishing for Phools: The economics of manipulation and deception*. Princeton University Press, 2015.

controlados. Não obstante o reconhecimento que o excesso de informações dificulta a comparabilidade entre diferentes produtos, relatórios resumidos podem ser difíceis de interpretar pelos investidores e elementos que tornem a apresentação das informações mais didáticas podem induzir a erro, a depender dos vieses comportamentais envolvidos<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2019). *The Application of Behavioural Insights to Retail Investor Protection: Final Report*. FR05/2019, April, 2019. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD626.pdf>. Acesso em 14.10.2019.

## 1.5 AGENTES QUASE RACIONAIS E HIPÓTESE DA INSTABILIDADE FINANCEIRA (HIF)

Para Michel AGLIETTA (2004)<sup>87</sup>, a HME não explicaria a possibilidade de oscilação do preço de alguns títulos dentro de limites estreitos sem relação com novas informações sobre fundamentos, a existência de agentes que sistematicamente têm performance acima da média e as profecias autorrealizáveis, crenças que podem iniciar-se sem base em fundamentos, mas que se efetivam pela contaminação de um número relativamente grande de agentes, que tendem a agir coletivamente, ampliando o movimento de preços tanto nos períodos de euforia quanto nos períodos de depressão. Além disso, mesmo supondo que não existam assimetrias informacionais, ou seja, que as informações sejam de livre acesso e disponibilizadas simultaneamente para todos os participantes do mercado, os agentes irão interpretar as informações de maneiras diversas e tomarão decisões tendo em vista diferentes objetivos de investimentos, horizontes temporais e posturas frente ao risco.

As inovações financeiras (vide itens 2 e 3 do Capítulo II) são outro fator importante, mas não essencial, para que AGLIETTA (2004) rejeite a HME. Isso porque haveria nos mercados financeiros e de capitais uma dinâmica semelhante às inovações schumpeterianas: de início, os agentes que se adaptam melhor às inovações financeiras auferem lucros extraordinários. À medida que outros agentes aprendem a lidar com essas inovações, os lucros tendem a desaparecer pelo processo concorrencial. Nessa fase de aprendizado, é comum que exista correlação serial entre as variações nos preços dos títulos.

Nos mercados financeiros e de capitais atuariam agentes com diferentes graus de racionalidade – os fundamentalistas ou arbitradores, racionais nos moldes da HME, os *noisy traders* e os seguradores de carteiras. A demanda por investimentos dos agentes menos racionais, chamados por AGLIETTA (2004) de quase racionais, é influenciada por crenças prévias que guardam relações tênuas ou inexistentes com seus fundamentos. Os agentes totalmente racionais exercem função estabilizadora ao se aproveitar do menor grau de racionalidade dos outros agentes, mas sua atuação é limitada por custos de transação e

---

<sup>87</sup> AGLIETTA, Michel (2004). *Macroeconomia financeira: mercado financeiro, crescimento e ciclos (V.1)*. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

riscos que não podem ser totalmente eliminados, mesmo em mercados profundos. Desse modo, nem sempre as mudanças nas expectativas dos agentes quase racionais são compensadas pelas operações de arbitragem.

A lógica de operação de um agente plenamente racional é a de vender títulos com preços muito acima do que seria esperado de acordo com os fundamentos, e comprar títulos considerados subvalorizados. A partir desta lógica aparentemente simples, surgem alguns problemas. O primeiro deles é saber qual é o preço que reflete fundamentos em constante mudança. Além disso, mesmo que se saiba que um ativo está sub/sobrevalorizado, resta definir quando comprar/vender esse ativo de maneira a maximizar seu retorno. Finalmente, em situações de inflação (deflação) de ativos, em que há convicção de que o mercado como um todo esteja sobrevalorizado (subvalorizado), não é trivial saber o que deve ser transacionado para levar os ativos a seus preços normais.

Um segundo tipo de agentes são os *noisy traders*, que tendem a basear suas decisões nas crenças prévias, sendo superconfiantes ou supercautelosos com base nestas crenças. Não haveria maiores complicações se os desvios desses agentes se compensassem como preconizado pela HME. Entretanto, é frequente que os sentimentos desse tipo de agente se polarizem em uma direção específica. Ao contrário dos fundamentalistas, sua função de demanda por títulos é crescente em relação ao preço e, quando identificam uma tendência à alta ou à baixa, tendem a crer que persistirá por algum tempo, ignorando a regressão à média (vide item 4 deste Capítulo).

Há um terceiro tipo de agente, os seguradores de carteiras, compostos principalmente pelos investidores institucionais, os quais devem assegurar um rendimento mínimo (*benchmark*) às carteiras que administram. Sua demanda por títulos também é uma função crescente dos preços, ainda que por motivos diferentes dos *noisy traders*. A lógica desses agentes é aumentar (diminuir) as posições vendidas quando o preço dos ativos cai (aumenta), mantendo um patamar mínimo de rendimentos para a carteira. Os seguradores de carteira ampliam a tendência gerada pelos *noisy traders*, elevando a instabilidade dos mercados financeiros. Uma tendência de baixa nos preços, ao ser reforçada pelos seguradores de carteira, reduz fortemente a liquidez disponível no mercado financeiro, limitando a atuação dos arbitradores. Como já havia ressaltado Keynes, a instabilidade se manifesta quando há

consenso nos mercados financeiros. Nesse caso, o comportamento de manada leva a variações abruptas nos preços dos ativos, sejam elas para cima (bolhas) ou para baixo (crashes).

Jonas DOVERN e Nils JANNSEN (2015)<sup>88</sup> analisam a relação entre expectativas e crescimento econômico em economias avançadas e constatam que os agentes econômicos cometem erros sistemáticos de previsão ao longo do ciclo econômico, projetando a continuidade da expansão ou recessão, não antecipando os pontos de inflexão. Enquanto antes das crises os agentes costumam ser excessivamente otimistas, uma vez iniciada a recessão, os agentes tornam-se exageradamente pessimistas. Em muitos casos, são choques não antecipados, como aumento na demanda externa ou redução acima do esperado dos estoques indesejados, que precedem a recuperação.

Para Hyman Phillip MINSKY (1986)<sup>89</sup>, a mudança de posição financeira dos agentes é um aspecto intrínseco aos ciclos econômicos e central para o desenvolvimento da Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF). Na fase ascendente do ciclo econômico, forças endógenas ao mercado, como previsões excessivamente otimistas, a pressão da concorrência e comportamento de manada, levam os agentes a assumir posições financeiras cada vez mais arriscadas. Nessa fase, as expectativas otimistas são sancionadas e até superadas, aumentando a propensão ao risco tanto de credores quanto devedores. Quando há reversão cíclica, que pode ocorrer por elementos exógenos como corte no fornecimento de uma matéria prima importante, a queda das taxas de retorno resulta em iliquidez ou mesmo insolvência dos agentes que assumiram posturas mais arriscadas. Seja pelo efeito contágio, seja pelo impacto recessivo, a situação pode levar os agentes que tinham postura mais sadia à iliquidez ou insolvência, realimentando a tendência recessiva. Charles Poor KINDLEBERGER (2000)<sup>90</sup> lembra que nessa etapa algumas empresas tentam esconder a

<sup>88</sup> DOVERN, Jonas & JANNSEN, Nils (2015). *Systematic Errors in Growth Expectations over the Business Cycle*. Kiel Institute for the World Economy, 2015. Disponível em [https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/Nils\\_Jannsen/systematic-errors-in-growth-expectations-over-the-business-cycle/systematic-errors-in-growth-expectations-over-the-business-cycle.pdf](https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/Nils_Jannsen/systematic-errors-in-growth-expectations-over-the-business-cycle/systematic-errors-in-growth-expectations-over-the-business-cycle.pdf). Acesso em 17.12.2019.

<sup>89</sup> MINSKY, Hyman Philip (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

<sup>90</sup> KINDLEBERGER, Charles Poor (2000). *Manias, pânicos e crashes: um histórico das crises financeiras*. Tradução (da 3<sup>a</sup> Ed. Original americana) Vânia Conde, Viviane Castanho. – Ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

posição frágil em que se encontram por meio de fraudes, reforçando o quadro de pânico e aversão ao risco.

Iniciada a crise, as instituições financeiras, temendo os efeitos da inadimplência, reduzem a oferta de crédito e as instituições não financeiras, para fazer frente à necessidade de caixa, alienam ativos e reduzem decisões de investimento. Para AGLIETTA (2004), embora essas reações sejam racionais do ponto de vista individual, elas são socialmente ruinosas: a venda de instrumentos financeiros resulta em queda pronunciada nas cotações, ao passo que a redução das despesas agrava a recessão, aumentando a inadimplência esperada no sistema bancário.

Para MINSKY (1986) ainda que a tendência a crises seja inerente ao sistema econômico, seus efeitos podem ser limitados por políticas monetárias (big bank) e fiscais (big government) anticíclicas, com efeitos contracionistas em momentos de euforia e expansionistas nas crises. Nas crises sistêmicas, instituições financeiras em dificuldades podem ser resgatadas, seja por serem grandes demais para quebrar (*too big to fail*), seja pelo risco de contágio que apresentam. Além do risco moral, não é incomum que essas operações de salvamento elevem expressivamente a dívida pública e comprometam a solvência do próprio Estado.

## 1.6 CONCLUSÃO PARCIAL

A hipótese adotada pela Teoria Neoclássica de que os agentes econômicos são racionais e maximizadores tende a favorecer interpretações libertárias das relações negociais. Dentro dessa perspectiva, os graus de alavancagem e de assunção de riscos dependem, respectivamente, das preferências intertemporais e quanto ao risco. Por essa razão, a intervenção estatal deveria limitar-se a facilitar o fluxo de informações, pois restrições à liberdade negocial tenderiam a diminuir o bem-estar (item 1).

Agentes econômicos racionais podem aumentar seu retorno esperado aceitando incorrer em mais riscos. Os riscos, por sua vez, podem ser reduzidos por meio da transferência, agrupamento e diversificação. A conjugação de teorias de finanças e os pressupostos da Teoria Neoclássica resultam na HME, a qual, apesar das críticas, ainda é a base de modelos de apreçamento de instrumentos financeiros. Além disso, a constatação empírica de que, em geral não se pode ter desempenho sistematicamente superior à média do mercado é de grande valia para essa tese, pois significa que produtos e serviços financeiros mais complexos, embora possam ser customizados às necessidades e objetivos de clientes, embutem custos e riscos que devem ser levados em conta (item 2).

A essencialidade da atividade de intermediação financeira decorre dos os ganhos de escala decorrentes da especialização e da mitigação de diversas falhas de mercado, trazendo ganhos de eficiência para que os agentes econômicos transfiram riscos e recursos monetários, tomem crédito e invistam recursos excedentes (item 3).

A economia comportamental identifica diversos vieses cognitivos e emocionais que resultam em erros sistemáticos no processo decisório. O relaxamento da hipótese da racionalidade forte resulta na constatação de que nem sempre os agentes econômicos bem informados irão fazer escolhas que maximizem o próprio nível de bem-estar. Isso pode afetar tanto indivíduos, quanto organizações, mas a burocracia inerente ao processo decisório institucional propicia às organizações meios de mitigar os efeitos negativos dos limites à racionalidade (item 4).

O reconhecimento de que nem todos os agentes são plenamente racionais resulta na admissão da necessidade de limitar-se a autonomia individual. Além disso, como o risco sistêmico cria a necessidade de operações de salvamento de intermediários financeiros em dificuldades, há risco moral inerente à atividade de intermediação financeira, reforçando a necessidade de maior dirigismo estatal. O próximo Capítulo visa a identificar os intermediários financeiros e a demonstrar que as inovações financeiras, embora possam aumentar o bem-estar, trazem riscos que levam algum tempo para serem identificados e regulados.

## CAPÍTULO II: INTERMEDIAÇÃO E INOVAÇÕES FINANCEIRAS

O Capítulo I aborda diferentes visões sobre o processo decisório dos agentes econômicos e o funcionamento dos mercados financeiros, descrevendo as formas pelas quais os intermediários financeiros facilitam as transferências de recursos e de riscos entre agentes econômicos. Como o foco do Capítulo I foram os agentes econômicos quase racionais, foram priorizados os clientes dos intermediários financeiros. Além disso, embora não se negue que os intermediários financeiros facilitem a transferência de recursos e riscos, a atividade de intermediação financeira não é neutra, influenciando as preferências intertemporais e em relação ao risco por meio de inovações financeiras. O Capítulo II visa a preencher essas lacunas.

O item 1 tem o objetivo de discutir no que consiste a atividade de intermediação financeira, bem como, a partir da legislação brasileira, elencar as espécies de intermediários financeiros que realizam negócios com clientes finais: instituições financeiras bancárias e não bancárias, instituições de pagamento, intermediários de valores mobiliários, seguradoras e instituições não financeiras reguladas ou não. A tipificação é importante porque, no Brasil, os deveres de informação e de adequação são impostos apenas aos intermediários regulados pelo BCB e pela CVM. Como a intermediação financeira é uma atividade intrinsecamente inovadora, sempre surgirão novos *players* que poderão realizar arbitragem regulatória. Recentemente, cabe mencionar a proliferação das *fintechs*, gênero que inclui instituições financeiras reguladas pelo BCB e intermediários financeiros fora do alcance de autoridades reguladoras, como as “corretoras” de criptoativos.

O item 2 aborda os derivativos, a securitização e os produtos estruturados, aquilo que chamamos de inovações financeiras de primeira geração. Como esses produtos foram criados no final do século XX, a rigor já não são inovações. Entretanto, esses produtos desempenharam papel central no aumento do endividamento privado que resultou na crise financeira de 2008 que resultou, entre outros, na imposição de deveres de conduta mais rígidos aos intermediários financeiros.

Paralelamente à implantação da agenda regulatória relativa aos deveres de informação e de adequação, nos últimos anos a popularização da *internet*, dos *smartphones* e das redes sociais têm impulsionado três gêneros de inovações financeiras: moedas eletrônicas voltadas a pagamentos de varejo, criptoativos baseados nas tecnologias de registro distribuído e *stablecoins*, que combinam atributos dos criptoativos e das moedas eletrônicas. Na maioria das jurisdições, incluindo o Brasil, os deveres de informação e de adequação se aplicam apenas aos intermediários financeiros que operam com moedas eletrônicas. Entretanto, os criptoativos e *stablecoins* merecem ser mencionados porque a inexistência do dever de verificação da adequação desses instrumentos financeiros aos investidores tem sido mencionada por reguladores de diversas jurisdições para alertar sobre os riscos de criptoativos, além de ter sido um dos argumentos utilizados pelas autoridades reguladoras da Suíça para negar o pedido de autorização do Libra, projeto de *stablecoin* global do *Facebook*, com impacto de modificar substancialmente a intermediação financeira a nível global. Finalmente, é provável que, nos próximos anos, os intermediários financeiros tradicionais incorporem novas tecnologias nos produtos e serviços já ofertados.

## 2.1 A ATIVIDADE DE INTERMEDIAÇÃO FINANCEIRA

É relativamente comum a definição de intermediação financeira como a atividade que permite o direcionamento de recursos entre os agentes econômicos superavitários e deficitários, facilitando o crescimento econômico<sup>91</sup>. Tal descrição, não obstante evidencie a função arquetípica da intermediação financeira e as atividades de captação de poupança e concessão de crédito, é excessivamente simplificadora por três razões. Primeiro, pode dar a impressão que agentes superavitários não tomam crédito e vice-versa. Segundo, omite a função de provimento de segurança. Terceiro, pressupõe certa neutralidade da atividade de intermediação financeira, como se não influenciasse as preferências intertemporais e posturas frente ao risco dos agentes econômicos.

Para Charles Albert Eric GOODHART (1989)<sup>92</sup>, os produtos e serviços desenvolvidos e ofertados pelos intermediários financeiros cumprem três funções econômicas: transferência de recursos financeiros de poupadouros para tomadores, mitigação de falhas de mercado causadas pelo custo de aquisição e processamento de informações e transferência de riscos devido às economias de escala na composição e diversificação de portfólios. Embora não seja mencionada explicitamente por GOODHART (1989), a exploração de ganhos de eficiência decorrentes de externalidades de rede também pode ser vista como função da intermediação financeira.

A transferência direta de recursos e de riscos entre agentes econômicos, ainda quando tecnicamente possível, pode ser economicamente inviável devido aos elevados custos de transação causados pela necessidade de obtenção de informações e de escala. Por essa razão, a atividade dos intermediários financeiros é imprescindível, mesmo que novas tecnologias facilitem essa transferência. Além disso, a concorrência impulsiona os intermediários financeiros a criarem novos produtos e serviços (vide itens 2 e 3 deste

<sup>91</sup> Neste sentido, por exemplo: BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). *A Evolução do Sistema Financeiro Brasileiro (1994 - 1998)*. Publicado na Internet em 29/09/1999, p. 3. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?REVSFN199812C2>. Acesso em 05.06.2018.

<sup>92</sup> GOODHART, Charles Albert Eric (1989). *Money, Information and Uncertainty. V. Principles of Intermediation*. pp. 104-128. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.

Capítulo), afetando decisivamente as preferências intertemporais e as posturas frente ao risco dos indivíduos.

A atividade de intermediação financeira está presente na definição da Lei 4.595/64, art. 17, caput, de instituições financeiras como “*(...) as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros*”. O parágrafo único do art. 17 equipara às instituições financeiras as “*pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual*”. O §1º do art. 18 também subordina à disciplina da Lei 4.595/64 os seguintes intermediários financeiros, não considerados instituições financeiras:

(…) as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

Otávio YAZBEK (2009, pp. 155-160)<sup>93</sup> tece três críticas à definição da Lei 4.595/64. Primeiro, a conjunção alternativa em “*coleta, intermediação ou aplicação de recursos*” pode dar a entender que organizações que realizem cumulativamente as três atividades não sejam instituições financeiras. Segundo, a inclusão da aplicação de recursos próprios pode enquadrar como instituição financeira praticamente todo tipo de agente econômico, como empresas que investem recursos próprios. Terceiro, o parágrafo único do art. 17 permite equiparar às instituições financeiras pessoas físicas que exerçam as atividades de intermediação financeira, mesmo que eventualmente. O caput do art. 1º da Lei 7.492/86 (Lei do “colarinho branco”) corrige os dois primeiros problemas apontados ao considerar instituição financeira:

---

<sup>93</sup> YAZBEK, Otávio (2009). *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2009.

(...), a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

O parágrafo único do art. 1º da Lei 7.492/86 reproduz a abrangência da Lei 4.595/64 e equipara à instituição financeira *“a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros”* e *“a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual”*. Portanto, a leitura conjunta das leis 4.595/64 e 7.492/86 traz três categorias de intermediários financeiros: as instituições financeiras (caput do art. 17 da Lei 4.595/64 e caput do art. 1º da Lei 7.492/86), as pessoas equiparadas a instituições financeiras (parágrafo único do art. 17 da Lei 4.595/64 e §1º do art. 1º da 7.492/86) e intermediários submetidos à Lei 4.595/64 no que for aplicável (Lei 4.595/64, art. 18, §1º).

Diante dessas dificuldades, a Lei Complementar 105/2001 limita-se a enumerar instituições consideradas financeiras em seu art. 1º, §1º, atribuindo ao CMN competência para ampliar o rol de instituições financeiras<sup>94</sup>. Como o objetivo dessa norma é disciplinar o sigilo de operações realizadas por algumas entidades, nem todas as pessoas jurídicas mencionadas são instituições financeiras, como as infraestruturas do mercado financeiro (IMFs, mencionadas nos incisos VIII e XII) e as bolsas de valores e de mercadorias e futuros, que, embora exerçam atividades essenciais para a intermediação financeira, não são instituições financeiras e não se relacionam diretamente com os clientes finais do SFN. Há também as sociedades de arrendamento mercantil, que são apenas equiparadas às instituições financeiras, e as empresas de *factoring* (art. 1º, §2º), que sequer se submetem à

---

<sup>94</sup> § 1º São consideradas instituições financeiras, para os efeitos desta Lei Complementar: I – os bancos de qualquer espécie; II – distribuidoras de valores mobiliários; III – corretoras de câmbio e de valores mobiliários; IV – sociedades de crédito, financiamento e investimentos; V – sociedades de crédito imobiliário; VI – administradoras de cartões de crédito; VII – sociedades de arrendamento mercantil; VIII – administradoras de mercado de balcão organizado; IX – cooperativas de crédito; X – associações de poupança e empréstimo; XI – bolsas de valores e de mercadorias e futuros; XII – entidades de liquidação e compensação; XIII – outras sociedades que, em razão da natureza de suas operações, assim venham a ser consideradas pelo Conselho Monetário Nacional.

autorização, supervisão e regulação pelo BCB, mas devem manter em sigilo as operações de seus clientes.

A imprecisão das leis mencionadas enseja confusão entre intermediários (gênero) e instituições financeiras (espécie). Em decisão recente, o STJ decidiu pela não submissão dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) ao limite de taxa de juros do Decreto 22.626/33 (Lei da Usura)<sup>95</sup> por entender que o FIDC “*amolda-se à definição legal de instituição financeira*” da Lei 4.595/64. Os FIDC são constituídos por meio da securitização de recebíveis, ou seja, da utilização de determinado fluxo de caixa futuro como lastro para sua emissão. Em seu voto, o Ministro Relator Luis Felipe Salomão entendeu que a operação dos FIDCs, “(...) *por envolver a captação de poupança popular mediante a emissão e a subscrição de cotas (valor mobiliário) para concessão de crédito, é inequivocamente de instituição financeira, bastante assemelhada ao desconto ou redesconto bancário (...)*” (o destaque é nosso). Como são valores mobiliários, os FIDCs estão sujeitos à supervisão e regulação da CVM, mas a subsunção dos FIDCs à definição de instituição financeira gerou receio de que futuramente houvesse questionamentos sobre a necessidade de autorização e regulação por parte do BCB<sup>96</sup>. Ademais, por determinação expressa da Constituição Federal, art. 164, §1º, a Autoridade Monetária somente pode conceder empréstimos para instituições financeiras.

A Lei 4.595/64 é o marco legal da atividade bancária. Todos os bancos são instituições financeiras, mas nem todos possuem a especificidade de receber depósitos à vista e criar moeda por meio de operações de crédito. As instituições financeiras não bancárias podem captar alguns tipos de depósitos remunerados e emitir títulos em suas operações passivas. No financiamento imobiliário, a atividade dessas instituições – sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e companhias hipotecárias – é disciplinada pela Lei 9.514/1997. As sociedades de crédito, financiamento e investimento, mais conhecidas como financeiras, atuam no financiamento de bens, serviços e capital de giro para empresas e são regulamentadas pela Portaria 309/1959 do Ministério da Fazenda.

<sup>95</sup> STJ. *Recurso Especial 1.634.958 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4ª Turma, 06.08.2019.

<sup>96</sup> RAGAZZI, Ana Paula. *STJ define FIDC como instituição financeira e cria desconforto*. Valor Econômico, 09.09.2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/09/09/stj-define-fidc-como-instituicao-financeira-e-cria-desconforto.ghtml>. Acesso em 15.10.2019.

Há também as cooperativas de crédito, que realizam operações ativas e passivas similares às outras instituições não bancárias, com a particularidade de operarem exclusivamente com seus associados.

Há instituições não financeiras que, por dependerem de autorização do BCB, também estão sujeitas ao dever de ofertar ou recomendar produtos e serviços adequados às necessidades, interesses e objetivos dos clientes e usuários (vide item 3 do Capítulo III). As sociedades de arrendamento mercantil, disciplinadas pela Lei 6.099/1974, realizam operações ativas de *leasing* e podem captar recursos junto a outros intermediários financeiros ou pela emissão de debêntures e notas promissórias. As administradoras de consórcios, reguladas pela Lei 11.795/2008, propiciam aos seus integrantes a aquisição de bens por meio de autofinanciamento. As sociedades de crédito ao microempreendedor, disciplinadas pela Lei 10.194/2001, não realizam captação junto ao público. As agências de fomento dos estados e do Distrito Federal, regulamentadas pela Medida Provisória 1.514/1996, podem realizar algumas operações passivas e suas operações ativas são restritas à respectiva unidade de federação. O BNDES, regulamentado pela Lei 5.662/1971, apesar do nome, não é um banco e não depende de aprovação pelo BCB, não estando sujeito ao dever supramencionado.

As instituições de pagamento, cuja atuação é disciplinada pela Lei 12.865/2013, Resolução CMN 4.282/2013 e dezenas de Circulares do BCB, são intermediários financeiros cuja atividade consiste na prestação de serviços de pagamentos de varejo, como a conversão de moeda física ou escritural em moeda eletrônica, manutenção de contas de pagamentos e transferências de fundos. Algumas das atividades desempenhadas pelas instituições de pagamento, como o credenciamento da aceitação de meios de pagamentos, já eram realizadas por empresas consolidadas no mercado de cartões de crédito e débito, como a “*Cielo S.A.*” e “*Redecard S.A.*”. Além de não serem elencadas no art. 1º, §1º da Lei Complementar 105/01, o §2º do art. 6º explicita que as instituições de pagamento não são instituições financeiras, ao determinar que “é vedada às instituições de pagamento a realização de atividades privativas de instituições financeiras (...)”.

Da entrada em vigor da Lei 12.865/2013 e legislação complementar até novembro de 2019, o BCB autorizou a operação de 19 instituições de pagamento<sup>97</sup>, ampliando significativamente a concorrência no setor de cartões de crédito e débito, embora “*Cielo S.A.*” e “*Redecard S.A.*” continuem exercendo posição dominante. É provável que, conforme ganhem escala, sócios e acionistas de instituições de pagamento constituam suas próprias instituições financeiras, como é o caso do “*Nubank*”, que iniciou suas atividades por meio da “*Nu Pagamentos S.A.*”, oferecendo contas de pagamentos remuneradas e cartões de pagamento a clientes de varejo, e que, no final de 2018, obteve autorização para operar a “*Nu Financeira S.A. – Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento*”, passando a atuar nos mercados de crédito e depósitos sem a necessidade de contratação com instituições financeiras.

Com a popularização da *internet* e dos *smartphones*, as instituições de pagamento podem oferecer produtos e serviços para pessoas físicas e jurídicas não atendidas pelas instituições financeiras tradicionais. Por essa razão, não é mera coincidência que algumas instituições de pagamento, como “*Adiq Soluções de Pagamentos S.A.*”, “*Agillitas Soluções de Pagamentos LTDA*”, “*Acesso Soluções de Pagamentos S.A.*” e “*Stone Pagamentos S.A.*” sejam *fintechs*, intermediários financeiros que usam tecnologia de forma intensiva na oferta de produtos e serviços nos mercados de pagamentos, crédito, câmbio, investimentos, seguros (*insurtechs*), negociação de dívidas, antecipação de recebíveis e *blockchain*<sup>98</sup>. De acordo com o SEBRAE e a Associação Brasileira de Fintechs (ABFINTECHS)<sup>99</sup>, em 2018, havia cerca de 400 *fintechs* em operação no Brasil, contendo de instituições financeiras autorizadas a entes não regulados, como as empresas que prestam serviços de compra e venda de criptoativos e projetos com a tecnologia do *blockchain* (Vide item 3 deste Capítulo). Há tanto instituições que ofertam produtos inovadores, quanto empresas que ofertam produtos já existentes de maneira inovadora.

<sup>97</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019c). *Quantitativo de instituições autorizadas por segmento*. 30.11.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/evolucaosfnmes/201911%20-%20Quadro%2001%20-%20Quantitativo%20de%20institui%C3%A7%C3%A7%C3%B5es%20por%20segmento.pdf>. Acesso em 16.12.2019.

<sup>98</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2017a). *Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras (FINTECH)*. Rio de Janeiro, 06.06.2017. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2017/20170606\\_relatorio\\_pesquisa\\_FINTECH.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2017/20170606_relatorio_pesquisa_FINTECH.pdf). Acesso em 17.05.2019.

<sup>99</sup> SEBRAE & ABFINTECHS (2018). *Catálogo de Fintechs 2018 – De A a Z*. Disponível em [https://docs.wixstatic.com/ugd/df26d6\\_c8fda5031ccd45638b3ff71d1a743dda.pdf](https://docs.wixstatic.com/ugd/df26d6_c8fda5031ccd45638b3ff71d1a743dda.pdf). Acesso em 15.10.2019.

A Resolução 4.656/2018 do Conselho Monetário Nacional (CMN) regulamenta o funcionamento de dois tipos de *fintechs* de crédito: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), ambas tipificadas como instituições financeiras não bancárias que “*devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima*” (art. 25). As SCDs podem realizar operações de crédito com recursos próprios, análise de crédito para terceiros, cobrança de crédito de terceiros, distribuição de seguro relacionado com as operações por ela concedidas por meio de plataforma eletrônica e emissão de moeda eletrônica. As SEPs atuam apenas como intermediárias dos contratos realizados entre os credores e os tomadores de crédito (*peer-to-peer lending*, P2PL), podendo prestar outros serviços como análise e cobrança de crédito para clientes e terceiros e emissão de moeda eletrônica. No final de 2018, havia apenas uma SCD autorizada pelo BCB, número que aumentou para 10 SCDs e 4 SEPs em novembro de 2019<sup>100</sup>.

Segundo José Manuel MANSILLA-FERNÁNDEZ (2017)<sup>101</sup>, o investimento em *fintechs* tende a ser maior em países com maior concentração bancária, menores taxas de remuneração de depósitos e maiores taxas de juros no crédito, explorando segmentos de mercado atendidos de maneira precária pelas instituições já estabelecidas. Isso indica que o Brasil tende a atrair expressivos investimentos em *fintechs*: em 2018 o *spread* bancário, diferença entre as taxas de empréstimo e de captação de recursos, era de 32,2% ao ano, superado apenas pelo de Madagascar, cuja taxa era de 42,6% ao ano (WORLD BANK, 2019a)<sup>102</sup>.

Em dissertação de mestrado sobre as *fintechs* de crédito que realizam P2PL, Emerson FARIA (2018)<sup>103</sup> constatou que as vantagens competitivas dessas empresas decorreriam do

---

<sup>100</sup> BCB (2019c), Op. Cit.

<sup>101</sup> MANSILLA-FERNÁNDEZ, José Manuel (2017). *Numbers*. In. EUROPEAN ECONOMY BANKS, REGULATION, AND THE REAL SECTOR FINTECH AND BANKING. FRIENDS OR FOES? European Economy: Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017.2. pp. 31-40. Disponível em [http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf](http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf). Acesso em 17.05.2019.

<sup>102</sup> WORLD BANK (2019a). *Interest rate spread (lending rate minus deposit rate, %)*. Disponível em [https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most\\_recent\\_value\\_desc=false](https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most_recent_value_desc=false). Acesso em 18.10.2019.

<sup>103</sup> FARIA, Emerson (2018) *Fintechs de crédito e intermediários financeiros: uma análise comparativa de eficiência*. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 64

uso pioneiro de *Big Data* e inteligência artificial nos modelos de *credit scoring*, além de processos de concessão de crédito mais automatizados e de vantagens típicas de novos entrantes, como estruturas administrativas mais enxutas e menos burocráticas. Ainda assim, FARIA (2018, p. 104) constatou que, devido à escala ainda pequena das operações, as *fintechs* de crédito tinham maiores custos e despesas de intermediação financeira, acarretando retorno sobre patrimônio líquido negativo.

Pesquisa conduzida pela “*PricewaterhouseCoopers Brasil*” em parceria com a Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD)<sup>104</sup> revelou que 43 *fintechs* de crédito concederam R\$ 1,2 bilhão em empréstimos em 2018, incremento de 642% em relação a 2016. Apesar do rápido crescimento, segundo o BCB, isso representou apenas 0,03% do crédito concedido no âmbito do SFN<sup>105</sup>. A maioria dos financiamentos foram concedidos sem exigência de garantias para micro e pequenas empresas e pessoas físicas das classes C, D e E. As ferramentas de análise de dados permitem a análise de risco de cada tomador, em vez de grupos de tomadores, o que teoricamente resulta em estimativa de risco mais acurada e, consequentemente, menores taxas de juros. Para o futuro, a pesquisa captou que as empresas consultadas tinham interesse em utilizar inteligência artificial na análise de risco de crédito, biometria e gestão de identidades para aumentar a segurança de usuários e a aplicação da tecnologia do *blockchain* para desburocratizar a concessão do crédito.

Se, por um lado, as *fintechs* podem reduzir os *spreads* e aumentar a oferta de crédito para segmentos de inclusão financeira precária ou inexistente, há riscos não totalmente identificados e já existem três casos conhecidos de fraudes em plataformas de P2P: “*Lending Club*”, dos Estados Unidos, envolvendo manipulação de dados para que investidores concedessem crédito para tomadores de maior risco que o declarado, *TrustBuddy*, da Suécia, que usou recursos de prestamistas para cobrir inadimplência de

---

<sup>104</sup> 2018. Dissertação de Mestrado. Disponível em <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12142/tde-07012019-112337/publico/CorrigidoEmerson.pdf>. Acesso em 18.10.2019.

<sup>105</sup> <sup>104</sup> PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL (2019). *A nova fronteira do crédito no Brasil: Pesquisa Fintechs de Crédito 2019*. Disponível em <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividades/financeiro/2019/pesquisa-credito-digital-19.pdf>. Acesso em 18.10.2019.

<sup>105</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, Série 20631. Acesso em 18.10.2019.

créditos antigos como se fossem créditos novos, e um esquema de pirâmide (*Ezubao*, China)<sup>106</sup>.

As principais atividades da cadeia de intermediação de valores mobiliários são elencadas pelo art. 1º da Lei 6.835/1976, com redação dada pela Lei 10.103/2001: emissão, distribuição, negociação e intermediação, bem como serviços de consultor e analista de valores mobiliários. As corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVM) são instituições financeiras que, por atuarem nos mercados financeiro e de capitais, estão sujeitas à autorização, supervisão e regulação pelo BCB (Lei 4.728/1965, art. 3º) e pela CVM (Lei 6.835/1976, art. 8º, III). Suas atividades incluem a oferta de serviços que possibilitem aos investidores não profissionais acesso aos mercados de bolsa (*home broker*), consultoria financeira, administração e custódia de ativos financeiros e valores mobiliários.

Entretanto, nem todo intermediário de valores mobiliários, conceituado pela Instrução CVM 505/2011, art. 1º, I como “*instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários*”<sup>107</sup>, é corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários. São exemplos de intermediários que não são instituições financeiras, embora possam ser prepostos das CTVM e DTVM: os agentes autônomos de investimentos, os *robo-advisors* (serviços em geral oferecidos por *fintechs* que utilizam algoritmos para recomendações de investimentos e administração de carteiras), os supermercados de investimentos (plataformas que agregam investidores e tomadores de recursos), e as plataformas sociais de negociação, que possibilitam a pequenos investidores espelhar estratégias de investidores experientes. Há também as companhias

---

<sup>106</sup> COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM & THE FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech credit: Market structure, business models and financial stability implications*. May, 2017. Disponível em [https://www.bis.org/publ/cgfs\\_fsb1.pdf](https://www.bis.org/publ/cgfs_fsb1.pdf). Acesso em 17.05.2019.

<sup>107</sup> O Código de Valores Mobiliários de Portugal, em seu art. 293º, apresenta um esforço de elencar os intermediários financeiros como sendo: “a) As instituições de crédito e as empresas de investimento que estejam autorizadas a exercer actividades de intermediação financeira em Portugal; b) As entidades gestoras de instituições de investimento colectivo autorizadas a exercer essa actividade em Portugal; c) As instituições com funções correspondentes às referidas nas alíneas anteriores que estejam autorizadas a exercer em Portugal qualquer actividade de intermediação financeira; d) As sociedades de investimento mobiliário e as sociedades de investimento imobiliário.”

securitizadoras, que não são instituições financeiras e que adquirem, securitizam, emitem e colocam certificados de recebíveis creditícios no mercado financeiro junto a investidores qualificados e profissionais.

Os corretores de seguros, as sociedades seguradoras e as resseguradoras são intermediários financeiros disciplinados pelo Decreto-Lei 73/1966 e equiparados às instituições financeiras pelas Leis 4.595/64 e 7.492/86. Como o apetite ao risco é subjetivo (Vide item 1 do Capítulo I), o dever de adequação se limita à vedação ao sobressseguro nos seguros de danos e ao requisito de interesse pela preservação da vida do segurado nos seguros sobre a vida de outros<sup>108</sup>. Entretanto, há seguros de vida com acentuado componente de investimento, no Brasil denominados seguros de vida com cobertura por sobrevivência, regulamentados pela Resolução 105/2004 do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP). Para as seguradoras, as principais vantagens desses produtos são expandir a base de clientes potenciais e permitir a constituição de provisões técnicas em instrumento de maior risco e, portanto, maior rentabilidade esperada. Para os segurados, podem atender mais adequadamente a demanda simultânea por seguros e instrumentos financeiros de maior risco (vide item 2 do Capítulo I). Algumas jurisdições, como a União Europeia, impõem aos corretores e seguradoras a oferta e recomendação de apólices adequadas aos clientes, como ocorre na União Europeia (vide subitens 2.1.3 e 3.1.3 do Capítulo III).

Em suma, a atividade de intermediação financeira pode ser realizada por instituições financeiras bancárias e não bancárias, instituições não financeiras autorizadas, supervisionadas e reguladas pelo BCB, instituições financeiras autorizadas, supervisionadas e reguladas pelo BCB e pela CVM, intermediários financeiros autorizados, supervisionados e regulados pela CVM, seguradoras e intermediários (ainda) à margem da regulação estatal, como praticamente toda a cadeia de intermediários de criptoativos e *blockchain* (Vide item 3 deste Capítulo). A extensão dos deveres de informação e de adequação discutidos no Capítulo III depende do regulador ao qual os intermediários são

---

<sup>108</sup> Código Civil, Art. 778. Nos seguros de dano, a garantia prometida não pode ultrapassar o valor do interesse segurado no momento da conclusão do contrato, sob pena do disposto no art. 766, e sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

Art. 790. No seguro sobre a vida de outros, o proponente é obrigado a declarar, sob pena de falsidade, o seu interesse pela preservação da vida do segurado. Parágrafo único. Até prova em contrário, presume-se o interesse, quando o segurado é cônjuge, ascendente ou descendente do proponente.

submetidos. As inovações financeiras, discutidas nos itens 2 e 3 deste Capítulo, costumam vir acompanhadas de novos intermediários e inicialmente são de difícil compreensão para clientes finais, tendo papel preponderante em diversas crises financeiras.

## 2.2 INOVAÇÕES FINANCEIRAS DE PRIMEIRA GERAÇÃO E CICLO DE ENDIVIDAMENTO PRIVADO

Barry Julian EICHENGREEN (2000)<sup>109</sup> estabelece uma periodização do Sistema Monetário Internacional a partir da teoria da trindade impossível, segundo a qual é impossível que uma nação combine simultaneamente os seguintes elementos: autonomia de política econômica doméstica, câmbio fixo e liberdade de movimentos de capitais. A autonomia da política econômica doméstica é atributo desejável em democracias, nas quais a pressão popular e o calendário eleitoral são fatores relevantes na determinação dos objetivos econômicos. O câmbio fixo seria desejável por permitir maior previsibilidade do cálculo econômico, e a liberdade de movimentos de capitais pode permitir uma alocação global de capitais mais eficiente.

No Padrão Ouro, que vigorou nos países avançados em grande parte do século XIX até a Primeira Guerra Mundial, a paridade das moedas era fixa em relação ao ouro e havia ampla liberdade de movimentos de capitais, enquanto as políticas econômicas domésticas eram condicionadas pela necessidade de sustentar as paridades cambiais. A inflação causada pela Primeira Guerra Mundial, seguida dos processos hiperinflacionários na década de 1920, dificultou o retorno às paridades fixas, enquanto a Crise de 1929 foi decisiva para maior regulamentação do sistema financeiro, especialmente nos Estados Unidos, que se tornara a maior e mais importante economia mundial.

Após a Segunda Guerra Mundial, o dólar já era a moeda hegemônica, exercendo papel central na arquitetura do Sistema Monetário Internacional. Nesse período, o dólar manteve cotação fixa com o ouro e os outros países centrais mantinham paridades fixas, mas ajustáveis em caso de desequilíbrio estrutural do balanço de pagamentos, com o dólar. A necessidade de reconstrução das economias europeias e japonesa em ambiente democrático exigia maior autonomia de políticas econômicas domésticas, tornando aceitável um sacrifício da liberdade de movimento de capitais, que também demandava regulamentação dos sistemas financeiros.

---

<sup>109</sup> EICHENGREEN, Barry Julian (2000). *A globalização do capital – Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

Durante as décadas de 1960 e 1970, houve aumento dos fluxos internacionais de capitais, levando ao abandono da conversibilidade entre o dólar e o ouro em 1971 e à livre flutuação do dólar frente às principais moedas em 1973. A flexibilização cambial, por sua vez, teve como consequência o aumento da volatilidade de taxas de juros, preço macroeconômico chave para a determinação de taxas de câmbio no curto prazo. Uma consequência disso foi a negociação, no início da década de 1970, dos primeiros contratos futuros de taxas de câmbio<sup>110</sup>, seguida do lançamento, pela *Chicago Mercantile Exchange* (CME) na segunda metade da década de 1970, dos primeiros contratos futuros de taxas de juros e, a partir dos anos 1980, de derivativos de índices do mercado de ações<sup>111</sup>.

No final do século XX, a emergência desses instrumentos financeiros chamou a atenção do *Bank for International Settlements* (BIS), que, em 1985, constituiu grupo para estudar o que então eram novas práticas bancárias. Segundo o BIS (1986, pp. 171-173)<sup>112</sup>, as inovações visam a transferir riscos (de preços e de crédito) entre intermediários financeiros ou entre intermediários financeiros e seus clientes, aumentar a liquidez ou condições de negociabilidade de instrumentos já existentes ou mesmo criar instrumentos mais líquidos, aumentar as fontes de acesso a crédito (e investimentos) e ampliar o acesso a mecanismos de participação acionária. Neste trabalho, os derivativos e a securitização ganham destaque por contribuírem decisivamente para a fragilidade financeira que resultou na crise de 2008.

Embora os derivativos com ativos subjacentes diferentes de mercadorias agropecuárias e metálicas existam desde os anos 1970, foi entre o final da década de 1990 e 2008 que os mercados desses instrumentos financeiros tiveram crescimento exponencial. Agrega-se a isso a criação, na década de 1990, dos derivativos de crédito, com destaque para os *credit-default swaps* (CDS), que em 2018 representavam mais de 97% do estoque dos derivativos

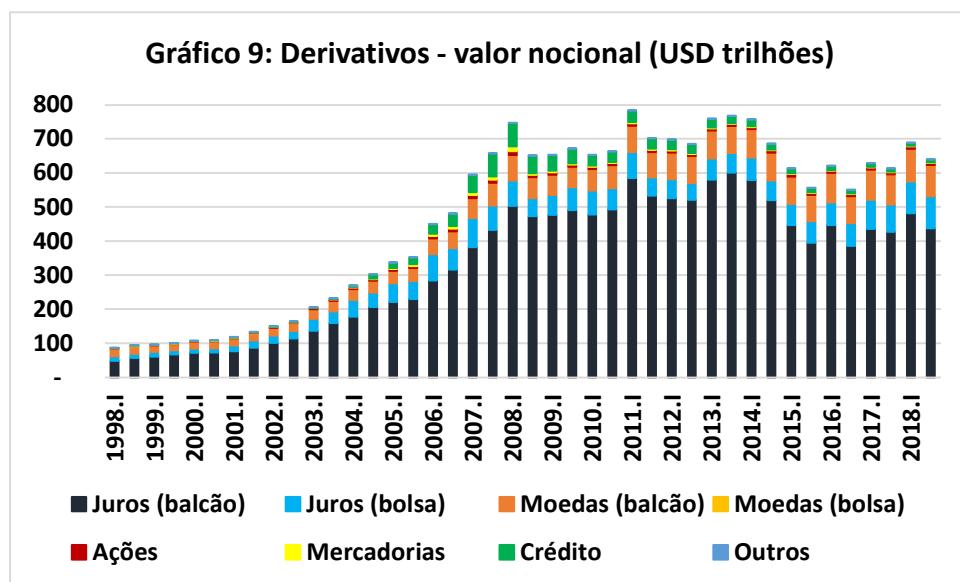
---

<sup>110</sup> MELAMED, Leo. *THE BIRTH OF FX FUTURES*. Chicago, S/D. Disponível em <https://www.cmegroup.com/company/files/the-birth-of-fx-futures.pdf>. Acesso em 19.10.2019.

<sup>111</sup> CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE. *2017 Product Anniversaries*. Chicago, S/D. Disponível em <https://www.cmegroup.com/company/product-anniversaries.html>. Acesso em 19.10.2019.

<sup>112</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986). *RECENT INNOVATIONS IN INTERNATIONAL BANKING*. April 1986. Disponível em <https://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. Acesso em 26.06.2018.

de crédito, em valores nacionais e de mercado<sup>113</sup>. De junho de 1998 a junho de 2008, o valor nocial dos derivativos aumentou 773%, atingindo USD 746,8 trilhões, considerando tanto os instrumentos negociados em bolsas (BIS, 2019a)<sup>114</sup>, quanto balcão (BIS, 2019b)<sup>115</sup>. No mesmo período, o valor nocial dos derivativos de crédito aumentou impressionantes 63.423%, de USD 0,1 para 68,7 trilhões, representando, antes da crise, cerca de 10% do estoque total de derivativos (Gráfico 9).



Fonte: BIS (2019a) e BIS (2019b)

A crise financeira de 2008 reverteu a tendência de crescimento dos derivativos, em parte devido ao maior grau de aversão a riscos. Em junho de 2018, o estoque nocial de derivativos foi de USD 688,7 trilhões, queda de 8% em relação ao mesmo período de 2008. No mesmo período, o estoque de derivativos de crédito caiu para menos de USD 8,6 trilhões, 1,2% do estoque em valor nocial (Gráfico 9).

<sup>113</sup> O valor nocial é o valor nominal no qual o derivativo está referenciado, enquanto o valor de mercado reflete o custo de reposição do derivativo. Por exemplo, em um contrato de opção de dólar comercial de 50 mil dólares, o valor nocial é de 50 mil dólares (ou o equivalente em reais) e o valor de mercado é o prêmio da opção.

<sup>114</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019a). *Exchange-traded derivatives statistics*. Basel, Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/extrderiv.htm?m=6%7C32%7C616> Acesso em 30.09.2019.

<sup>115</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019b). *OTC derivatives outstanding*. Basel, Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71> Acesso em 30.09.2019.

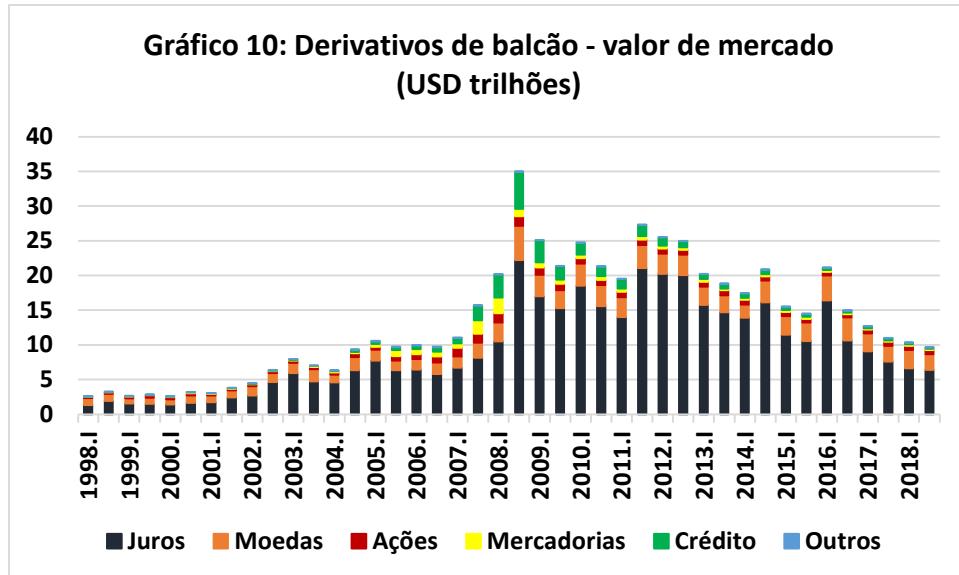
Essa reversão da trajetória se deve essencialmente aos mercados de balcão, cuja queda de 12% contrasta com o aumento de 26% no estoque de contratos negociados em bolsas. Em grande medida, isso ocorreu por causa do compromisso assumido pelos líderes do G-20 na Reunião de Cúpula de *Pittsburg*, em 2009, de conferir maior transparência aos mercados de derivativos de balcão, por meio da negociação de todos os derivativos de balcão padronizados em bolsas ou plataformas de negociação, com liquidação por contrapartes centrais (CPC) e maiores requerimentos de capital para os derivativos não liquidados por CPC<sup>116</sup>. Ainda assim, em 2018, os mercados de balcão representavam 85,2% do estoque de derivativos, em valor nocional.

Segundo o BIS (2015, p. 43)<sup>117</sup>, após a crise de 2008, a retração nos mercados de derivativos foi maior que o indicado pelos valores nocionais por dois fatores: a imposição da liquidação por CPCs de instrumentos padronizados, que duplica o valor dos contratos, e o encerramento de posições nos mercados de balcão por meio da contratação de outro derivativo com exposições opostas, que infla os valores nocionais até o vencimento. Neste último caso, o efeito é parcialmente mitigado pela compressão, processo no qual instrumentos redundantes são encerrados antecipadamente. Por essa razão, um indicador complementar é o valor de mercado, que representa o custo máximo de reposição dos contratos a preços de mercado, ou seja, desconsiderando o valor de acordos de compensação de obrigações e das garantias. No final do primeiro semestre de 2008, o valor de mercado dos derivativos de balcão era de quase USD 20,2 trilhões, crescimento de 687% em relação ao valor de junho de 1998. No segundo semestre de 2008, a crise do *subprime* contagiou vários mercados, aumentando em 73% o valor de mercado dos contratos para mais de USD 34,9 trilhões. No final de 2018, o valor de mercado dos derivativos de balcão foi de USD 9,7 trilhões, patamar inferior ao de 2005 (Gráfico 10).

---

<sup>116</sup> G-20 (2009). *LEADERS' STATEMENT THE PITTSBURGH SUMMIT SEPTEMBER 24 – 25 2009*, p. 9. Disponível em <https://www.oecd.org/g20/summits/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>. Acesso em 21.10.2019.

<sup>117</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015). *Introduction to BIS statistics*. Quarterly Review, pp. 35. 51. Basel: September 2015. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1509e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1509e.pdf). Acesso em 22.10.2019.



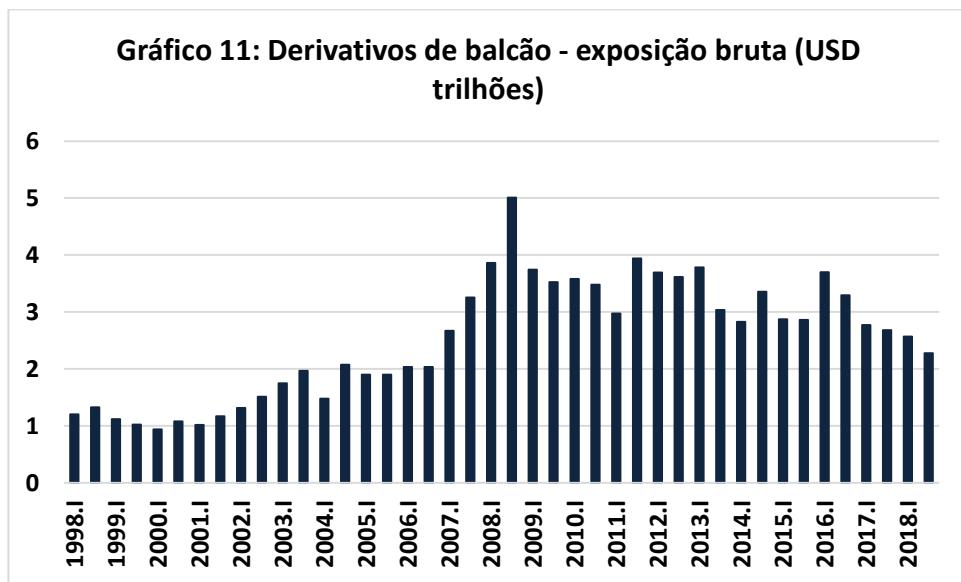
Fonte: BIS (2019b)

A evolução do valor de mercado dos derivativos de crédito tem trajetória ainda mais impressionante: entre junho de 2007 e o final de 2008, seu valor de mercado, que vinha crescendo devido ao aumento da inadimplência no segmento *subprime*, aumentou 573%, de USD 0,8 para 5,4 trilhões. No final de 2008, o valor de mercado dos derivativos de crédito era de menos de USD 0,2 trilhão, abaixo do montante de 2004 (Gráfico 10). De acordo com Iñaki ALDASORO e Torsten EHLERS (2018)<sup>118</sup>, além da redução do mercado, houve aumento da padronização e, consequentemente, incremento do percentual liquidado por CPCs, bem como maior participação de contratos de créditos com grau de investimento como ativo subjacente, apontando para significativa redução do risco nesses mercados.

Outro indicador relevante dos mercados de balcão é a exposição bruta, calculada a partir dos valores de mercados ajustados pelos acordos para compensação e liquidação de obrigações legalmente executáveis, sem levar em conta garantias depositadas. De junho de 2006 ao final de 2008, as exposições bilaterais com derivativos de balcão aumentaram de

<sup>118</sup> ALDASORO, Iñaki & EHLERS, Torsten (2018). *The credit default swap market: what a difference a decade makes.* BIS Quarterly Review, June 2018. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qtl806b.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qtl806b.pdf). Acesso em 28.06.2018.

USD 2,0 para 5,0 trilhões, recuando após a crise e encerrando 2018 em pouco menos de USD 2,3 trilhões, menor valor desde 2007 (Gráfico 11).



Fonte: BIS (2019b)

Outra inovação financeira que tem ganhado importância desde o final do século XX é a securitização, operação pela qual diversos instrumentos financeiros são reunidos em títulos financeiros negociáveis, dando aos seus detentores o direito ao recebimento de determinado fluxo de caixa. Para as empresas, a securitização aumenta a disponibilidade de crédito por transformar títulos com mercados secundários incipientes em ativos financeiros negociáveis nos mercados de capitais (JOINT FORUM, 2011, p. 1)<sup>119</sup>, enquanto que, para os bancos, possibilita a transferência do risco e, consequentemente, liberação de capital para a concessão de novos empréstimos. Por esses atributos, a securitização também facilita a reestruturação de dívidas, como ocorreu com renegociação de passivos externos de países emergentes no âmbito do Plano *Brady*.

Os produtos estruturados combinam diversos instrumentos financeiros, como valores mobiliários, títulos de crédito, contratos e eventualmente derivativos, resultando em títulos

<sup>119</sup> JOINT FORUM, The (2011). *Report on asset securitisation incentives*. Basel: July, 2011. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD355.pdf>. Acesso em 01.05.2018.

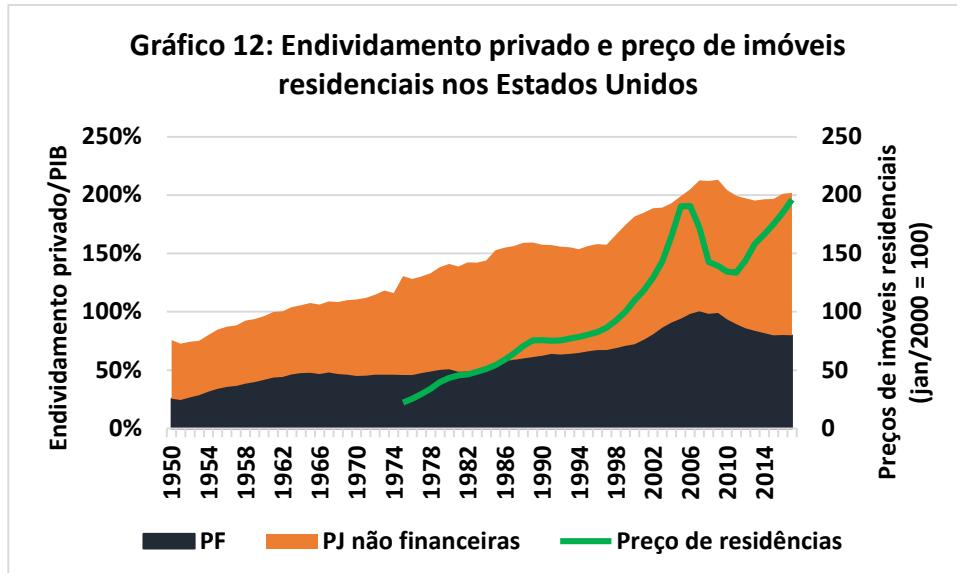
com fluxos de caixa referenciados a diversos índices econômicos (IOSCO 2013b)<sup>120</sup>. No Brasil, o art. 43 da Lei 12.249/2010 permite que as instituições financeiras emitam Certificados de Operações Estruturadas (COE), definidos pela Resolução CMN 4.263/2013, art. 2º, como “(...) *certificado emitido contra investimento inicial, representativo de um conjunto único e indivisível de direitos e obrigações, com estrutura de rentabilidades que apresente características de instrumentos financeiros derivativos.*” Em mercados avançados, além da maior liquidez, há produtos estruturados mais complexos como, por exemplo, os títulos vinculados a catástrofes, conhecidos como *CAT bonds*, com garantia para eventos que dificilmente seriam cobertos pelas seguradoras<sup>121</sup>.

Nos Estados Unidos, a concessão de financiamentos voltados à aquisição de imóveis e/ou garantidos por imóveis (*home equity*) para tomadores de maior risco, *subprime*, foi impulsionada pelos derivativos de crédito, pela securitização e por produtos estruturados que combinavam obrigações de dívida cobertas com garantias (cuja sigla em inglês é CDO) e derivativos de crédito. Devido a isso, entre 2000 e 2007, o crédito às pessoas físicas aumentou de 72% para 100% do PIB, ritmo mais rápido desde a década de 1950. A ampliação dos financiamentos imobiliários fomentou aumento de 57% no preço dos imóveis residenciais (Gráfico 12) e, como boa parte dos créditos concedidos para o segmento *subprime* era garantida por imóveis, os indicadores de risco pareciam menores do que realmente eram.

Segundo JOINT FORUM (2011), até 2007, a expansão da securitização também ocorreu em outros mercados e, com a crise, houve rápida retração: em 2008, a emissão de produtos securitizados foi de USD 0,4 trilhão nos Estados Unidos, um quinto do valor do ano anterior. Após a crise, o crédito às pessoas físicas teve forte queda, resultando em estoque de crédito de 80% do PIB, inferior ao de 2002. O preço dos imóveis, que vinha caindo desde 2007, só retomou o patamar pré-crise em 2017.

<sup>120</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013b). *Regulation of Retail Structured Products. Final Report.* December, 2013. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

<sup>121</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT – OECD (2009). *CATASTROPHE-LINKED SECURITIES AND CAPITAL MARKETS*. 2nd Conference organized under the auspices of the OECD International Network on Financial Management on Large-Scale Catastrophes. Bangkok, 2009. Disponível em <https://www.oecd.org/finance/insurance/43730967.pdf> Acesso em 18.10.2019.



Fonte: FMI (2019)<sup>122</sup> e BIS (2019c)<sup>123</sup>

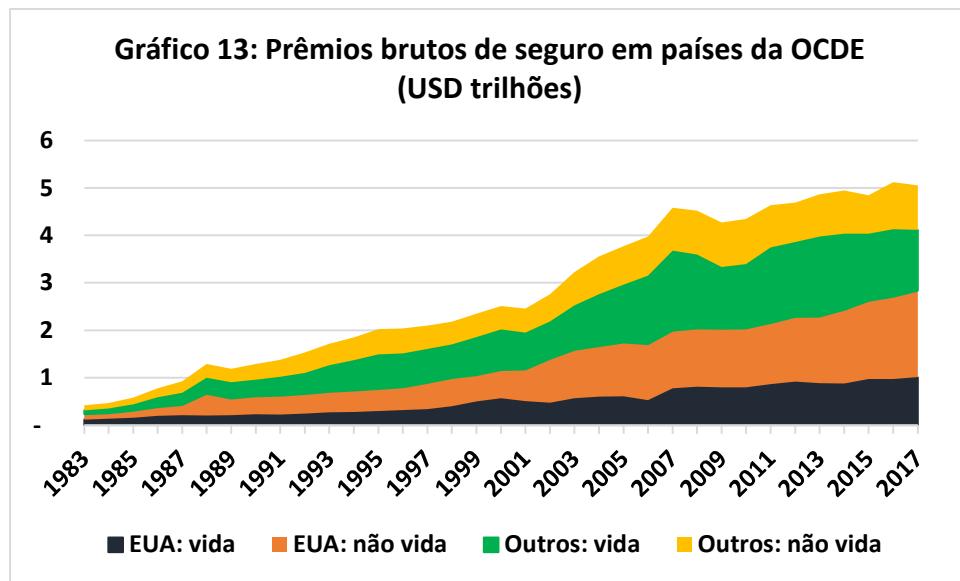
A Comissão de Investigação sobre a Crise Financeira instituída nos Estados Unidos concluiu que a expansão do crédito às pessoas físicas dependia de extensa e pouco transparente cadeia de responsabilidades que revelou a concentração de riscos em poucas instituições financeiras sistematicamente importantes. Em 2007, quando a inadimplência começou a aumentar, as perdas, magnificadas pelos derivativos, repercutiram por toda a cadeia de intermediação e, devido à ausência de requerimentos de capital para as exposições em derivativos, muitas instituições que se alavancaram excessivamente já estavam insolventes quando resgatadas. Além disso, a hipertrofia do mercado de derivativos de balcão combinada com a pouca transparência potencializou a crise ao disseminar pânico e incerteza a respeito da solidez das instituições financeiras<sup>124</sup>. Por essa razão, o relatório final da Reunião de Cúpula de Pittsburg (G-20: 2009, p. 12) apontou a necessidade de que as instituições da cadeia de securitização retenham parte dos riscos, a fim de agir com mais prudência.

<sup>122</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND (2019). *The Global Debt Database (GDD)*. Washington D.C., International Monetary Fund. Disponível em <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD/1> . Acesso em 26.10.2019.

<sup>123</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019c). *Residential property prices: detailed series (nominal)*. Basel, Updated 26 September 2019. Disponível em [https://www.bis.org/statistics/pp\\_detailed.htm?m=6%7C288%7C593](https://www.bis.org/statistics/pp_detailed.htm?m=6%7C288%7C593) . Acesso em 26.10.2019.

<sup>124</sup> FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, THE (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. OFFICIAL GOVERNMENT EDITION. pp. xxiii e xxiv. February 25, 2011. Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf> . Acesso em 23.10.2019.

As inovações financeiras impactaram as atividades das seguradoras de três maneiras: pela oferta de produtos para os bancos transferirem riscos de crédito<sup>125</sup>, pela cobertura de riscos de estimativa mais complexa, como seguros contra catástrofes naturais e por meio de seguros de vida com componente de investimento voltados às pessoas físicas. Nas nações que fazem parte da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o valor dos prêmios brutos pagos cresceu mais de 10% ao ano entre 1983 e 2007, atingindo quase USD 4,6 trilhões naquele ano. A crise do *subprime* afetou as seguradoras de maneira direta, devido aos prejuízos de carteiras de crédito que contavam com cobertura securitária, e indireta, com a queda no valor dos investimentos próprios e de clientes, no caso de seguros de vida com componente de investimento. Por essa razão, entre 2007 e 2017, o valor dos prêmios aumentou menos de 1% ao ano, sendo de quase USD 5,1 trilhões em 2017. Além disso, o crescimento foi concentrado nos Estados Unidos, responsáveis por 47% dos prêmios de seguro pagos nos países da OCDE em 2017. Nos outros países, o destaque foi para a queda de 24% nos prêmios pagos para seguros de vida de 2007 para 2017 (Gráfico 13).

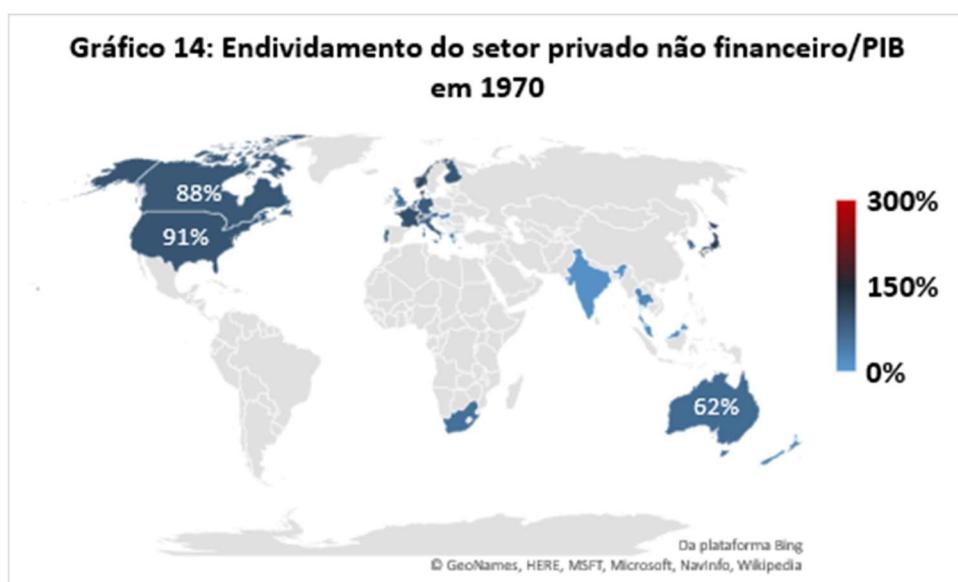


Fonte: OCDE<sup>126</sup>

<sup>125</sup> INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS – IAIS (2003). *IAIS PAPER ON CREDIT RISK TRANSFER BETWEEN INSURANCE, BANKING AND OTHER FINANCIAL SECTORS PRESENTED TO THE FINANCIAL STABILITY FORUM*. March, 2003. Disponível em <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/other-supervisory-papers-and-reports#>. Acesso em 25.06.2018.

<sup>126</sup> ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2019). *OECD.Stat*. Disponível em <https://stats.oecd.org/#>. Acesso em 26.10.2019. Após a crise de 2008, os dados da OCDE

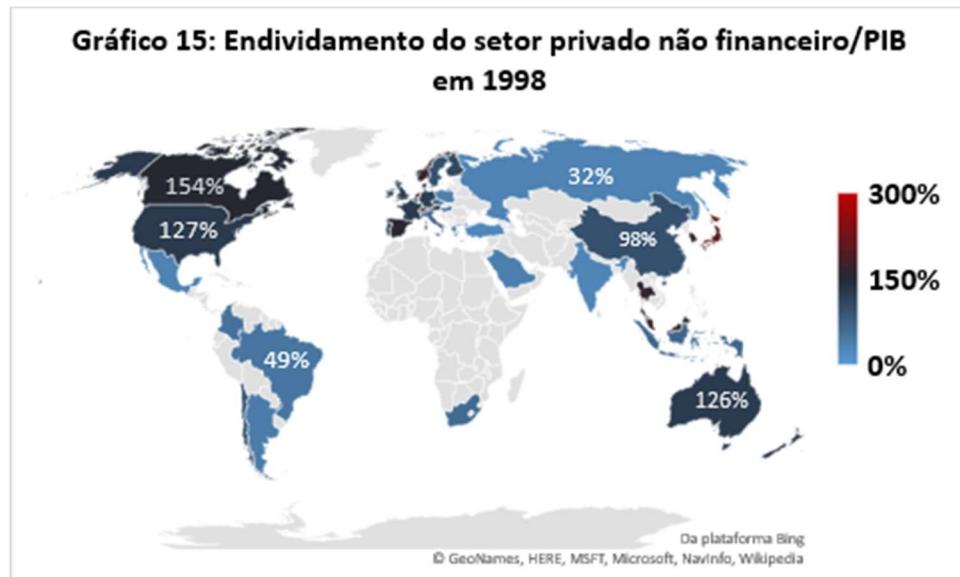
O BIS (2019d)<sup>127</sup> realiza pesquisa trimestral de endividamento do setor não financeiro, agregando dados da dívida bancária e não bancária que permitem constatar tendência de aumento do endividamento privado desde a década de 1970. Em 1970, entre 23 países com dados disponíveis, a relação entre o endividamento do setor privado não financeiro e o PIB variou entre 14% (Índia) e 130% (Suíça), com mediana de 66% (Gráfico 14). Em 1998, esse indicador variou entre 28% (Índia) e 203% (Japão) e a mediana foi de 126% (Gráfico 15). Entre 1970 e 1998, a Itália foi o único desses países em que a dívida privada caiu como proporção do PIB, de 78% para 69%. Nesse período, o aumento do endividamento privado foi especialmente intenso nos países asiáticos. No Japão, o endividamento aumentou de 143% para 211% do PIB entre 1980 e 1990, tendo papel decisivo para a crise que o país enfrentou na década de 1990. Entre 1980 e 1998, a relação entre a dívida privada e o PIB teve aumento expressivo na Coreia do Sul (78% para 163%), Tailândia (42% para 165%) e Malásia (51% para 166%), sendo fator central nas crises desses países em 1997 e 1998.



Fonte: BIS (2019d)

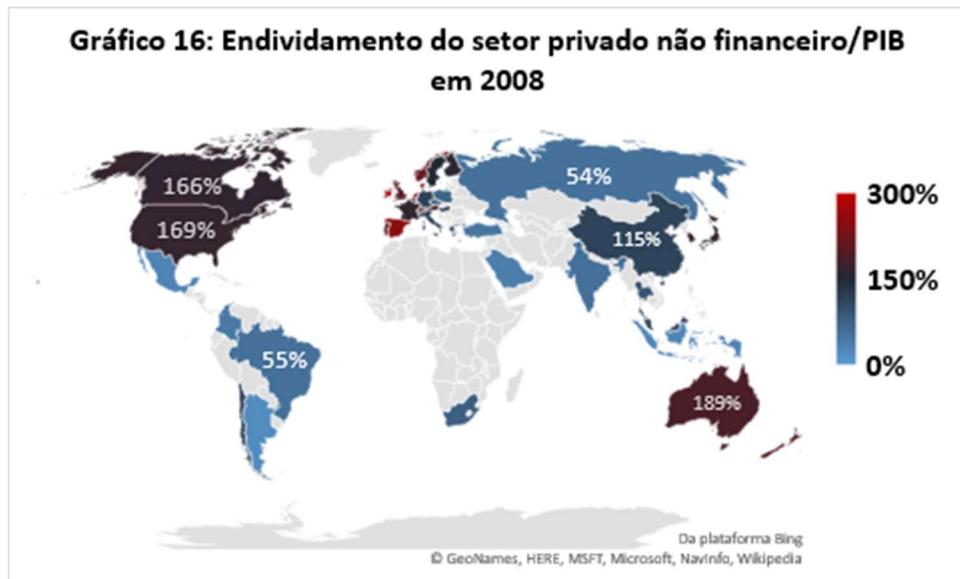
passam a incluir outras 26 jurisdições, inclusive o Brasil. Em 2017, os prêmios pagos nesses países foram de USD 363,4 bilhões, sendo cerca de dois terços referentes a seguros de vida.

<sup>127</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019d). *Credit to the non-financial sector*. Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6%7C380%7C669> . Acesso em 24.06.2018.

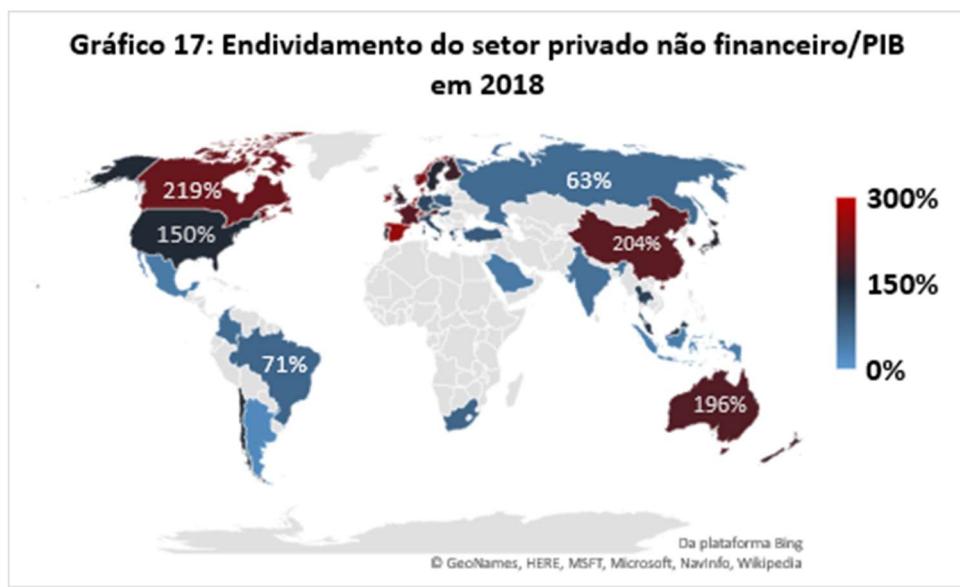


Fonte: BIS (2019d)

A partir da década de 1990, as estatísticas de endividamento do BIS passam a incluir 42 países, incluindo o Brasil. Nessa base de comparação, entre 1998 (Gráfico 15) e 2008 (Gráfico 16), a mediana da relação entre endividamento privado e PIB teve aumento modesto, de 110% para 126%, encobrindo tendências regionais díspares. Em geral, o endividamento privado caiu nos países atingidos por graves crises financeiras na década de 1990, como Japão, Indonésia, Malásia, Tailândia e Argentina. Por outro lado, o endividamento privado em relação ao PIB teve aumento expressivo entre 1998 e 2008 na Austrália (126% para 189%), Estados Unidos (127% para 169%), Nova Zelândia (139% para 189%) e, com exceção da Alemanha (123% para 119%) e da República Tcheca (78% para 76%), na Europa, com destaque para Irlanda (106% para 281%), Espanha (159% para 251%), Portugal (118% para 208%) e Grécia (41% para 113%), países da periferia europeia nos quais a queda de taxas de juros acarretada pela adesão ao euro resultou em expansão do crédito sem precedentes.



Fonte: BIS (2019d)



Fonte: BIS (2019d)

De 2008 (Gráfico 16) a 2018 (Gráfico 17), a mediana da relação entre a dívida do setor privado não financeiro e o PIB aumentou de 126% para 153%. Com exceção da África do Sul (78% para 72%) e da Índia (57% para 56%), a relação entre o endividamento privado e o PIB aumentou em todos os países emergentes não-europeus, com destaque para a China, cuja dívida privada aumentou de 115% para 204% do PIB. Entre os países avançados, a

razão entre o endividamento e o PIB aumentou com intensidade no Canadá (166% para 219%), na França (164% para 201%), Países Baixos (235% para 289%), Suíça (194% para 247%) e Singapura (128% para 170%). O patamar de endividamento privado caiu nos Estados Unidos (169% para 150%), Irlanda (281% para 234%), Portugal (208% para 168%) e Reino Unido (195% para 171%), mantendo-se estável na Espanha, Grécia e Itália.

Em suma, muito embora as inovações financeiras surgidas entre a década de 1970 e a crise de 2008 não sejam recentes, o rápido aumento do endividamento privado impulsionado por elas foi fator relevante ou preponderante de sucessivas crises econômicas, que resultaram em lentos processos de desalavancagem, muitos dos quais ainda em curso desde a crise de 2008. Por essa razão, organizações internacionais, legisladores e órgãos reguladores de diferentes jurisdições vêm implementando reformas nos mercados de atacado e varejo. No atacado, o foco tem sido ampliar a transparência dos mercados de balcão, com destaque para os derivativos, e adequar os requerimentos de capital às operações das instituições financeiras com instrumentos financeiros mais complexos. No varejo, as reformas visam a balancear o dever de as instituições financeiras informarem seus clientes a respeito dos atributos dos produtos e serviços ofertados, com a necessidade de comparabilidade entre produtos e serviços ofertados por diferentes intermediários financeiros. A experiência das últimas décadas tem mostrado que, mesmo suficientemente informados, consumidores e empresas podem não tomar decisões que maximizem seu próprio interesse, ampliando substancialmente o grau de detalhamento do dever imposto aos intermediários financeiros de ofertar produtos e serviços adequados às necessidades de seus clientes.

## 2.3 INOVAÇÕES FINANCEIRAS RECENTES: MOEDA ELETRÔNICA, PAGAMENTOS INSTANTÂNEOS, CRIPTOATIVOS E *STABLECOINS*

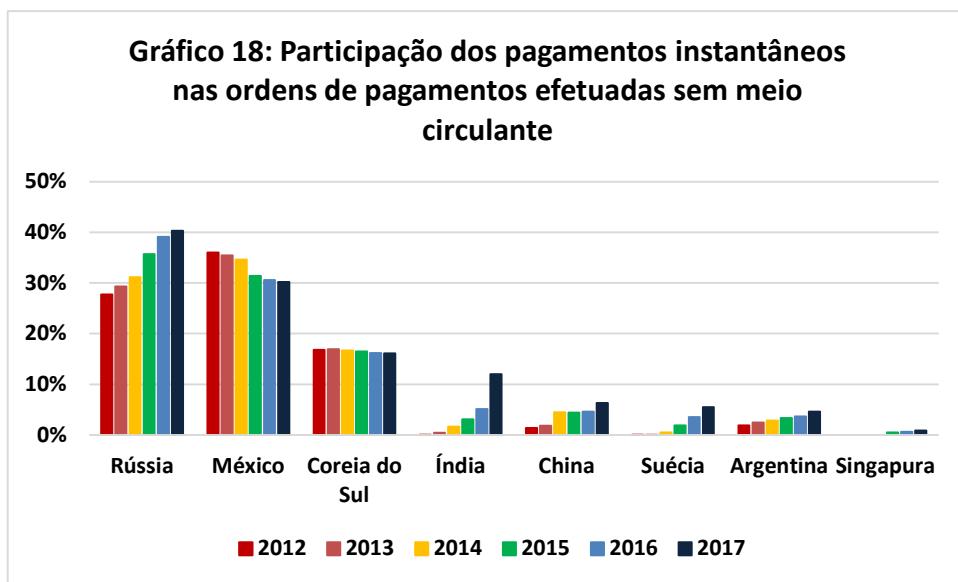
Nos últimos anos, a popularização de telefones móveis, da *internet* e dos *smartphones* ampliou significativamente a proporção de pagamentos efetuados por meio eletrônico. Um reflexo disso tem sido a perda de importância relativa dos cheques, que, em 2017, representaram mais de 10% dos pagamentos realizados sem meio circulante apenas nos Estados Unidos, entre as mais de 20 jurisdições pesquisadas regularmente pelo BIS (2019e)<sup>128</sup>. Entre 2012 e 2017, a redução mais significativa ocorreu na Índia, onde a proporção de pagamentos efetuados com cheques diminuiu de 43,5% para 7,3%. Outra consequência da expansão das telecomunicações tem sido a oferta, por meio de instituições de pagamento, de contas em moedas eletrônicas que possibilitam a transferência de pequenos valores. Trata-se de alternativa aos depósitos bancários, com potencial de ampliar a inclusão financeira, especialmente em localidades remotas sem agências ou correspondentes bancários. De acordo com o *Financial Stability Board* (FSB: 2009, p. 7)<sup>129</sup>, na China, já existem plataformas que integram contas em moeda eletrônica e compras *online*, como “*Alipay*” e “*WeChat Pay*”.

Recentemente, foram criados sistemas de pagamentos instantâneos, que funcionam ininterruptamente, ou seja, 24 horas por dia em todos os dias do ano, e realizam transferências de valores relativamente baixos em poucos segundos, oferecendo uma alternativa não apenas ao meio circulante e ao cheque, mas também às transferências interbancárias, restritas ao horário comercial, e aos cartões de pagamento, cujo uso tem custos. Segundo o BIS (2019e), oito países contavam com sistemas de pagamentos instantâneo em 2017, sendo a Índia o mercado em expansão mais rápida e a Rússia o país em que os pagamentos instantâneos são relativamente mais importantes (Gráfico 18).

<sup>128</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019e). *Payments and financial market infrastructures*. Updated: 16/04/2019. Disponível em <https://stats.bis.org/statx/toc/CPMI.html>. Acesso em 28.10.2019.

<sup>129</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD (2019). *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. 14 February 2019. Disponível em <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

Diversos bancos centrais, entre eles o Banco Central Europeu (BCE)<sup>130</sup> e o Federal Reserve (FED)<sup>131</sup>, estão conduzindo mudanças em seus normativos e sistemas de transferências de valores para ampliar a disponibilidade de pagamentos instantâneos. No Brasil, o BCB informou, por meio do Comunicado nº 32.927, de 21 de dezembro de 2018, que será responsável pela operação de infraestrutura centralizada de liquidação bruta em tempo real que “*estará disponível 24 horas por dia, sete dias por semana e em todos os dias do ano*”. O Comunicado nº 34.085, de 28 de agosto de 2019, complementa que o BCB também será responsável “*pelo desenvolvimento, pela gestão e pela operação da base de dados de endereçamento, buscando melhor aproveitar os ganhos de escala e garantir a neutralidade estrutural do ecossistema em relação a seus operadores*”.



Fonte: BIS (2019e)

Recentemente, os criptoativos<sup>132</sup> têm chamado a atenção de investidores e reguladores do mundo todo, depois que o Bitcoin, cotado a menos de um dólar até fevereiro de 2011,

<sup>130</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK (2015). *Eurosystem expectations for clearing infrastructures to support panEuropean instant payments in euro*. Frankfurt, 26.11.2015. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/paym/retpaym/instant/html/index.en.html>. Acesso em 28.10.2019.

<sup>131</sup> FEDERAL RESERVE (2019). *Federal Reserve announces plan to develop a new round-the-clock real-time payment and settlement service to support faster payments*. New York, 05.08.2019. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20190805a.htm>. Acesso em 28.10.2019.

<sup>132</sup> Como o desenvolvimento desses mercados é recente e ainda há incerteza quanto ao enquadramento jurídico e os respectivos reguladores, a nomenclatura adotada varia entre jurisdições, reguladores e no tempo. As expressões adotadas são: ativos financeiros virtuais (Malta), ativos virtuais (Brasil – CVM e Portugal),

atingiu o preço recorde de quase USD 20 mil em dezembro de 2017, gerando comparações com as bolhas das tulipas holandesas no século XVII, das companhias “.com” no final do século XX e dos imóveis residenciais na década de 2000<sup>133</sup>. No Brasil, esse aumento no preço do Bitcoin resultou em súbito incremento no número de investidores, que superaram o número de investidores pessoas físicas na B3<sup>134</sup>. Mesmo que se acredite que o Bitcoin tenha um valor intrínseco, esse comportamento de comprar justamente quando o mercado está em alta é típico dos *noisy traders*, investidores cuja demanda é positivamente correlacionada com o preço (vide item 5 do Capítulo I). No final de 2019, a cotação do Bitcoin era de menos da metade do recorde histórico. Ainda assim, entre agosto de 2010 e o final de 2019, a valorização acumulada, medida em reais, foi de mais de vinte e quatro milhões porcento, contrastando com a valorização de 112% do ETF PIBB IBRX-50 no mesmo período (Gráfico 19).

O Bitcoin, além de pioneiro, é o criptoativo mais importante. Em novembro de 2019, existiam quase 5 mil criptoativos com capitalização de mercado de quase USD 200 bilhões, sendo que o Bitcoin representava pouco mais de dois terços desse valor<sup>135</sup>. A principal inovação dos criptoativos são as tecnologias de registro distribuído (*distributed ledger technology*, DLT), ou *blockchain*, que consistem em bases de dados descentralizadas que só podem ser modificadas mediante protocolos de validação que asseguram alto grau de segurança contra ataques cibernéticos.

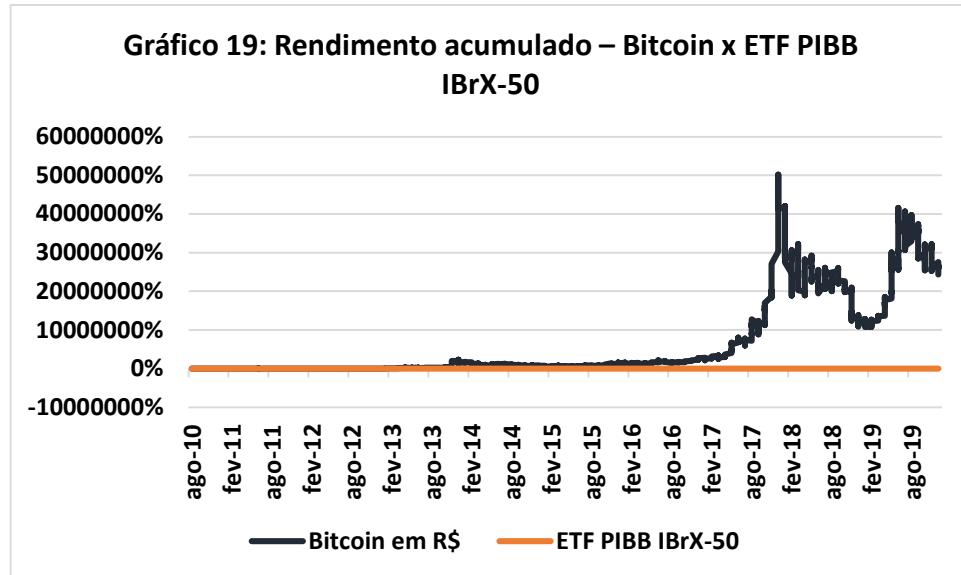
---

criptomoedas (Andorra, Coreia do Sul, Dinamarca, Dubai, Espanha, Estados Unidos – FINRA, NASAA e SEC, Hong Kong, Israel, Nova Zelândia, Portugal, Reino Unido e Singapura), moedas digitais (Arábia Saudita, BIS e Kuwait), moedas virtuais (Brasil - BCB, Abu Dhabi, Argentina, China, Eslovênia, Estados Unidos – CFTC, Japão, Portugal e União Europeia), mercadorias virtuais (Macau), criptoativos (Abu Dhabi, Austrália, Canadá, G7, Itália, e União Europeia). Neste trabalho, utilizamos criptoativos para afastar nomenclaturas que remetam à moeda, pois criptoativos não se confundem com moeda estatal ou com moeda eletrônica, e para ressaltar que, exceto pelas ofertas iniciais que se enquadram como emissões de valores mobiliários, os criptoativos guardam estreita proximidade com ativos financeiros. Cabe mencionar que essa é a nomenclatura adotada no Projeto de Lei 2.060/2019, que “*Dispõe sobre o regime jurídico de Criptoativos*”.

<sup>133</sup> PARTINGTON, Richard (2017). *Bitcoin bubble? The warnings from history*. The Guardian, 02.12.2017. Disponível em <https://www.theguardian.com/business/2017/dec/02/bitcoin-bubble-the-warnings-from-history>. Acesso em 12.07.2018.

<sup>134</sup> TAUHATA, Sérgio (2018). *Brasil tem mais investidor em bitcoins do que pessoa física na bolsa*. São Paulo: Valor, 31.07.2018. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/07/31/brasil-tem-mais-investidor-em-bitcoins-do-que-pessoa-fisica-na-bolsa.ghtml>. Acesso em 31.10.2019.

<sup>135</sup> COINMARKETCAP.COM (2019). *Percentage of Total Market Capitalization (Dominance)*. Disponível em <https://coinmarketcap.com/charts/#dominance-percentage>. Acesso em 23.12.2019.



Fonte: BLOCKCHAIN.COM (2019b)<sup>136</sup>, BCB<sup>137</sup>, B3<sup>138</sup> e CVM<sup>139</sup>

De acordo com Satoshi NAKAMOTO (2009)<sup>140</sup>, pseudônimo utilizado por quem criou o Bitcoin, esse criptoativo consiste em uma cadeia de assinaturas digitais, em que cada proprietário pode transferir seus Bitcoins assinando um *hash*<sup>141</sup> da transação anterior e a chave pública do novo proprietário, sem a necessidade de interposição de intermediários financeiros nem de restringir-se aos horários comerciais. As ordens de transferências são transmitidas para nós da rede, que as agrupam em blocos, os quais, por sua vez, são validados por meio do protocolo de prova de trabalho, para em seguida serem transmitidos à rede para agregação à cadeia mais longa, que serve para comprovar a sequência de eventos. Segundo WORLD BANK (2018, p. 30)<sup>142</sup>, cada bloco contém cerca de 2 mil

<sup>136</sup> BLOCKCHAIN.COM (2019b). *Average USD market price across major bitcoin exchanges*. Disponível em <https://www.blockchain.com/pt/charts/market-price>. Acesso em 23.12.2019.

<sup>137</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Série 1*. Acesso em 23.12.2019.

<sup>138</sup> B3. *Sistema Fundos.NET*. Dados do ETF PIBB IBrX-50 a partir de 11.09.2018. Acesso em 23.12.2019.

<sup>139</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Sistema de Consulta Consolidada de Fundo*. Dados do PIBB IBrX-50 até 10.09.2018. Acesso em 14.09.2019.

<sup>140</sup> NAKAMOTO, Satoshi (2009). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Disponível em <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

<sup>141</sup> Hash é uma função que converte sequências variáveis de letras e números em uma sequência fixa de dados. A única forma de desvendar a sequência original é por tentativa e erro, conferindo elevado grau de segurança contra *hackers*. Vide: FRANKENFIELD, Jake (2019). *What Is a Hash?* Investopedia, 15.08.2019. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/h/hash.asp>. Acesso em 04.01.2020.

<sup>142</sup> WORLD BANK (2018). *Cryptocurrencies and Blockchain*. World Bank Office of the Chief Economist Economic Update, May 2018. Disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29763/9781464812996.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

transações e tamanho de 1 *Megabyte* (MB). Entre setembro de 2010 e setembro de 2019, o *blockchain* do Bitcoin aumentou de 1 MB para 242.386 MB<sup>143</sup>.

Os participantes da rede que utilizam sua capacidade computacional para solucionar o enigma que permite validar os blocos são chamados de mineradores e sua remuneração se dá tanto com novas unidades de Bitcoin, quanto com tarifas. A remuneração de novas unidades é reduzida periodicamente e há um limite absoluto de oferta de 21 milhões de Bitcoins previsto para ser atingido em 2024<sup>144</sup>. A partir de então, os mineradores serão remunerados exclusivamente por meio de tarifas. No final de 2019, havia pouco mais de 18,1 milhões de Bitcoins<sup>145</sup>.

O protocolo da prova de trabalho consiste na solução de um enigma que só pode ser realizado por tentativa e erro e tem nível de dificuldade ajustado periodicamente para que agentes econômicos racionais prefiram contribuir com a rede a hackeá-la. No final de 2019, o nível de dificuldade para a solução do enigma era 13,7 trilhões superior ao inicial<sup>146</sup>, conferindo elevado grau de segurança à propriedade e às transações realizadas com Bitcoins. Por outro lado, isso impede que o tempo para minerar um bloco caia significativamente, explicando porque, desde o segundo semestre de 2014, o tempo médio para a mineração de um bloco tem ficado entre 9 e 10 minutos<sup>147</sup>.

Como somente um bloco pode ser adicionado de cada vez à cadeia a fim de assegurar que o mesmo Bitcoin não seja transferido simultaneamente para mais de uma pessoa, a rede somente pode transferir pouco mais de 3 transações por segundo, número obtido a partir da divisão entre o número aproximado de transações em um bloco e o tempo médio para

<sup>143</sup> LIU, Shanhong (2019). *Size of the Bitcoin blockchain from 2010 to 2019, by quarter (in megabytes)*. Statista, 01.10.2019. Disponível em <https://www.statista.com/statistics/647523/worldwide-bitcoin-blockchain-size/>. Acesso em 30.10.2019.

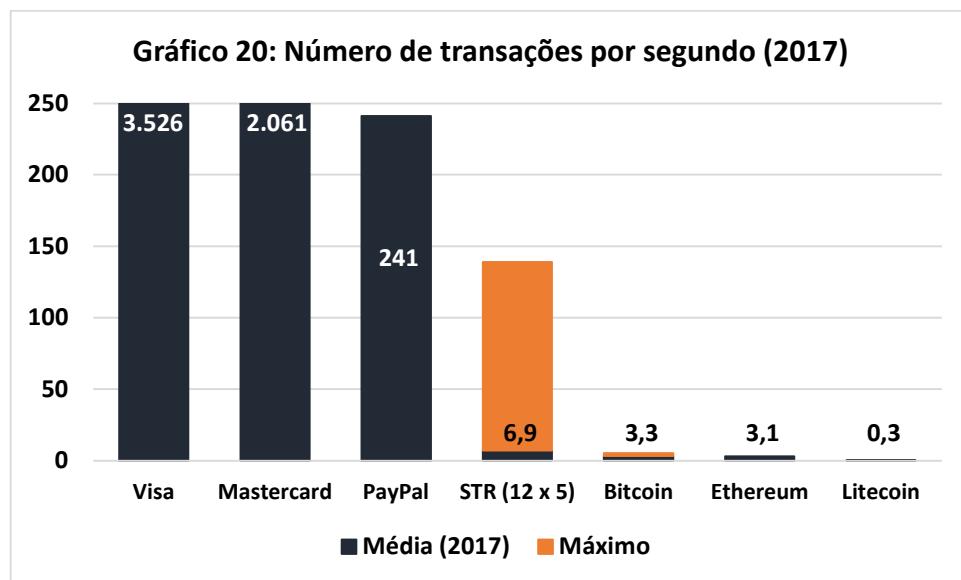
<sup>144</sup> BITCOIN WIKI (2019). *Controlled supply*. Disponível em [https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled\\_supply](https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply) . Acesso em 29.10.2019.

<sup>145</sup> BITCOINCHAIN.COM (2019) *Bitcoin Money Supply*. Disponível em <https://bitcoinchain.com/> . Acesso em 23.12.2019.

<sup>146</sup> DATA.BITCOINITY.ORG (2019a). *Bitcoin mining difficulty*. Disponível em <https://data.bitcoinity.org/bitcoin/difficulty/all?t=1> . Acesso em 23.12.2019.

<sup>147</sup> DATA.BITCOINITY.ORG (2019b). *Average time to mine a block in minutes*. Disponível em [https://data.bitcoinity.org/bitcoin/block\\_time/all?f=m10&t=1](https://data.bitcoinity.org/bitcoin/block_time/all?f=m10&t=1) . Acesso em 23.12.2019.

validação do bloco. Essa capacidade de processamento de pagamentos é ínfima, mesmo considerando o recorde de 452.642 transações realizadas no dia 2 de maio de 2019, o que equivale a 5,2 transações por segundo. Em contraste, operadoras de cartões de pagamento como “Visa” e “Mastercard” processam milhares de transações por segundo e funcionam ininterruptamente. O Sistema de Transferência de Reservas (STR), operado pelo BCB e acessível a pouco mais de 200 intermediários financeiros<sup>148</sup> por 12 horas em dias úteis, liquidou em média 6,9 transferências de reais por segundo em 2017 e tem capacidade de liquidar quase 140 transações por segundo (Gráfico 20).



Fonte: BIS (2018)<sup>149</sup>, BCB (2018 e 2019d)<sup>150</sup> e BLOCKCHAIN.COM (2019a)<sup>151</sup>

O protocolo da prova de trabalho, além de limitar o número de transações realizadas, demanda elevada capacidade computacional e, por essa razão, é extremamente intensivo

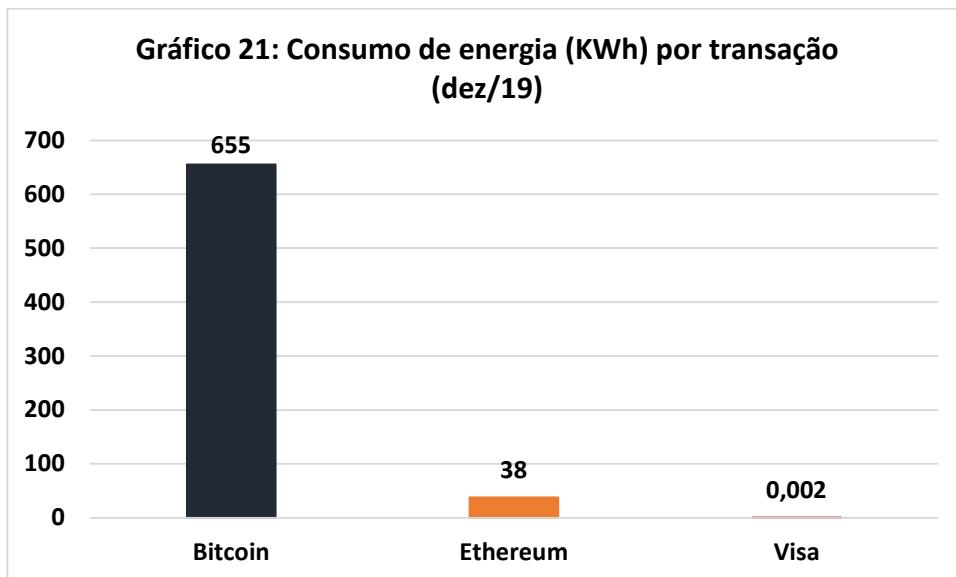
<sup>148</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019e). *Relação de participantes do STR - Ambiente de Produção*. Atualizado em 29.10.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pom/spb/estatistica/port/ASTR003.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

<sup>149</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2018). *Annual Economic Report 2018*. Chapter V. Cryptocurrencies: looking beyond the hype, pp. 91-114. Disponível em <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e5.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

<sup>150</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2018). *Upgrade tecnológico do STR eleva velocidade de processamento para até 500 mil mensagens por hora*. Conexão real com o BC, 6 de junho de 2018, Ano 2, Edição 111. BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019d) *STR - Giro - Evolução Diária*. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpom%2Fspb%2Festatistica%2FPort%2FgirodiarioPlandd.asp>. Acesso em 30.10.2019.

<sup>151</sup> BLOCKCHAIN.COM (2019a). *The number of daily confirmed Bitcoin transactions*. Disponível em <https://www.blockchain.com/pt/charts/n-transactions?timespan=all>. Acesso em 23.12.2019.

em energia. A fim de contornar essas restrições, estão surgindo diversos criptoativos com protocolos de validação menos dispendiosos que a prova de trabalho. O *Ethereum*, lançado em 30 de julho de 2015, tenta contornar esse problema pelo protocolo da prova de conceito, em que a probabilidade de validação de um bloco é proporcional à quantidade de criptoativos desembolsada pelos nós da rede, uma espécie de prêmio para quem adianta mais recursos próprios. No final de 2019, o *Ethereum* era o segundo criptoativo mais importante, representando pouco mais de 7% da capitalização de mercado. Diferentemente do Bitcoin, não há limite formal para a emissão do *Ethereum*. Embora padeça da mesma limitação quanto à escalabilidade (Gráfico 20), cada transação de *Ethereum* consome 38 quilowatts-hora (KWh), 5,8% do consumo por transação de Bitcoin, 655 KWh. Ainda assim, uma única transação com *Ethereum* consumia, no final de 2019, o equivalente a mais de 25 mil transações com “Visa” (Gráfico 21).



Fonte: DIGICONOMIST (2019a e 2019b)<sup>152</sup>

A valorização os criptoativos aumentou expressivamente o consumo de energia elétrica da atividade de mineração. O consumo de energia elétrica para minerar Bitcoin e *Ethereum*, os dois criptoativos mais importantes em capitalização de mercado,

<sup>152</sup> DIGICONOMIST (2019a). *Bitcoin Energy Consumption Index*. Disponível em <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption>. Acesso em 23.12.2019. DIGICONOMIST (2019b). *Ethereum Energy Consumption Index (beta)*. Disponível em <https://digiconomist.net/ethereum-energy-consumption>. Acesso em 23.12.2019.

quintuplicou entre maio de 2017 e o final de 2019, atingindo, mais de 80 Terawatt-hora (TWh) por ano no segundo semestre de 2019 (Gráfico 22).

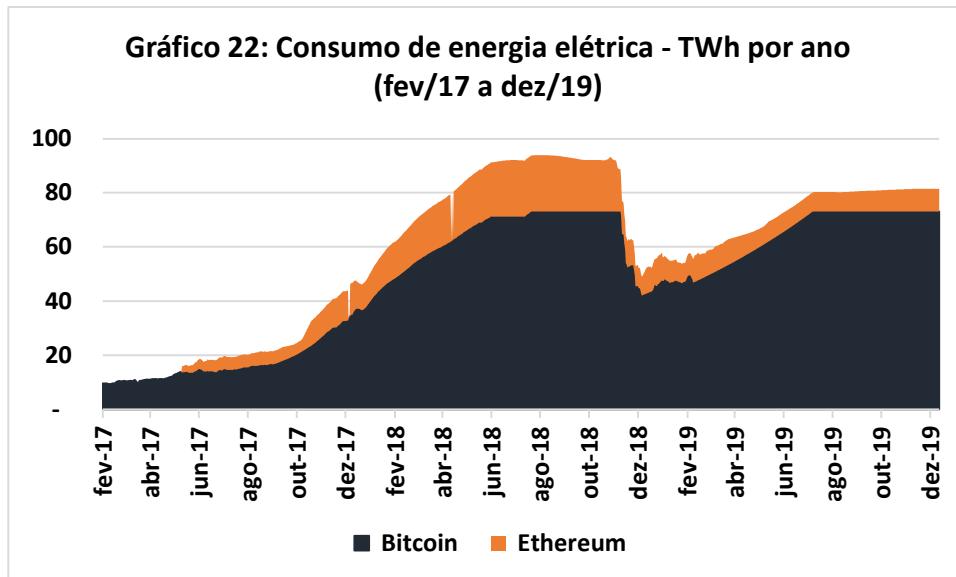
De acordo com Garrick HILEMAN e Michel RAUCHS (2017, p. 88)<sup>153</sup>, a mineração é concentrada em locais com energia elétrica barata, internet de alta velocidade e clima frio (para resfriar as máquinas). Os países que concentram a maior parte das mineradoras são, em ordem de importância, China, Geórgia, Estados Unidos, Canadá, Suécia, Islândia e Estônia. Na Geórgia, o aumento do consumo de energia acarretado pela mineração foi tão intenso que o país passou de exportador para importador líquido de energia, enquanto na Islândia a atividade de mineração consumia mais eletricidade que todas as residências do país, de acordo com WORLD BANK (2018, pp. 42-44). Na China, a Comissão Nacional de Desenvolvimento e Reforma submeteu um documento à consulta pública propondo a eliminação de diversos setores pela poluição ou elevado desperdício de recursos naturais, incluindo “*atividades de "mineração" de moeda virtual (processo de produção de moeda virtual como Bitcoin)*”<sup>154</sup>, o que, para Edwin CHAN (2019)<sup>155</sup>, provavelmente irá intensificar a fuga dessas indústrias para os Estados Unidos e Canadá.

---

<sup>153</sup> HILEMAN, Garrick; RAUCHS, Michel (2017). *Global Cryptocurrency Benchmarking Study*. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2017. Disponível em [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-global-cryptocurrency-benchmarking-study.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-global-cryptocurrency-benchmarking-study.pdf). Acesso em 31.10.2019.

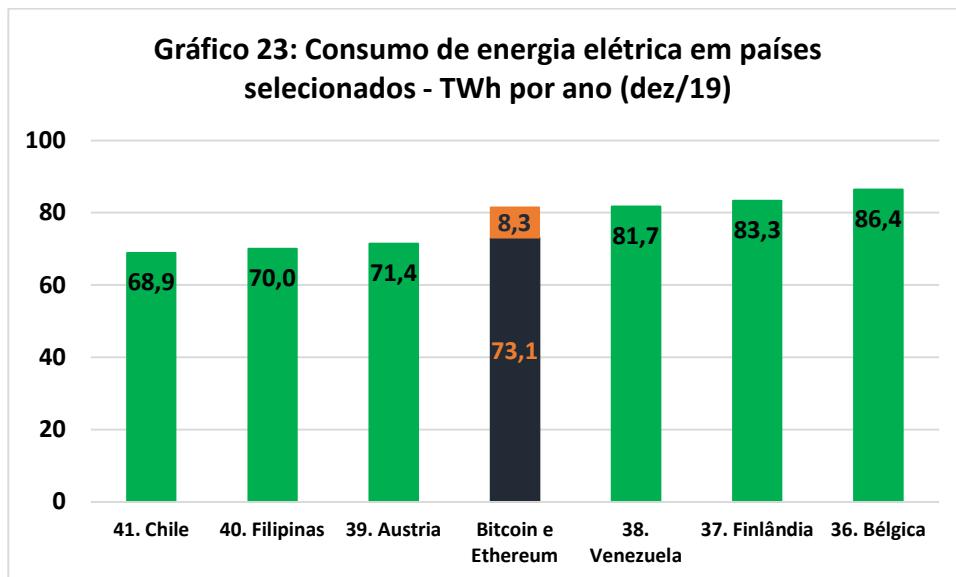
<sup>154</sup> NATIONAL DEVELOPMENT AND REFORM COMMISSION (2019). *产业结构调整指导目录 (2019年本, 征求意见稿)*. República Popular da China, 08.04.2019, p. 120, item 6. Disponível em <http://gys.ndrc.gov.cn/cyjgtzzdml20190408.pdf>. Acesso em 31.10.2019.

<sup>155</sup> CHAN, Edwin (2019). *China Plans to Ban Cryptocurrency Mining in Renewed Clampdown*. Bloomberg, 9 de abril de 2019. Disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-09/china-plans-to-ban-cryptocurrency-mining-in-renewed-clampdown>. Acesso em 30.10.2019.



Fonte: DIGICONOMIST (2019a e 2019b)

Conjuntamente, a mineração de Bitcoin e Ethereum consumia, no final de 2019, 81,4 TWh por ano, 0,37% do consumo global de energia elétrica, valor superior ao de países como Áustria, Filipinas e Chile – 39º, 40º e 41º nações que mais consumiam energia elétrica no mundo (Gráfico 23).



Fonte: DIGICONOMIST (2019b)

As tentativas mais bem-sucedidas de conferir escalabilidade e eficiência energética às transações com criptoativos reintroduzem, em alguma medida, a intermediação financeira. O *Ripple*, que no final de 2019 era o terceiro criptoativo mais importante, representando quase 5% do valor de mercado dos criptoativos, não utiliza *blockchain*, mas um registro global de consenso cujo acesso é restrito a um número limitado de instituições financeiras e instituições de pagamento, barateando, com isso, o custo de validação das transações. A *lightening network*, idealizada por Joseph POON e Thaddeus DRYJA (2016)<sup>156</sup>, visa a ser uma rede de pagamentos de baixo valor com operação fora do *blockchain* principal, na qual múltiplos intermediários da rede fariam compensação multilateral de ordens de pagamento antes de submetê-las ao *blockchain* principal. Embora POON e DRYJA (2016, p. 51) admitam que os usuários ficariam sujeitos ao risco de fraudes e ataques cibernéticos às infraestruturas desses intermediários, eles acreditam que mecanismos de mercado sejam suficientes para selecionar os intermediários com maior segurança.

Embora a maioria dos criptoativos possa ser transferida sem intermediários financeiros, HILEMAN e RAUCHS (2017) demonstram haver extensa cadeia de intermediação, envolvendo mineradoras, corretoras, bolsas, provedoras de serviços de carteiras e empresas de pagamentos que convertem criptoativos em moedas estatais. Isso não surpreende, pois embora os avanços tecnológicos modifiquem a atividade de intermediação financeira ao longo do tempo, seu fundamento econômico são as economias de escala decorrentes da especialização e as falhas de mercado (vide item 3 do Capítulo I e item 1 deste Capítulo). Agentes racionais podem preferir a intermediação se entenderem que a remuneração dos intermediários for inferior aos custos de obter e processar informações referentes aos diferentes criptoativos. Além disso, as externalidades de rede inerentes à atividade de corretoras e bolsas facilitam o encontro de ordens de compra e venda e a descoberta de preços. A proibição, por parte das autoridades chinesas, da atuação de bolsas e corretoras naquele país ilustra perfeitamente como, mesmo tecnicamente prescindíveis, os intermediários são essenciais. Entre 2014 e 2016, ou seja, antes dessa proibição, entre 50% e 90% das conversões de Bitcoins em moedas estatais era com Renminbi chinês, índice

---

<sup>156</sup> POON, Joseph; DRYJA, Thaddeus (2016). *The Bitcoin Lightning Network: Scalable Off-Chain Instant Payments*. DRAFT Version 0.5.9.2, January 14, 2016. Disponível em <https://lightning.network/lightning-network-paper.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

que caiu para menos de 20% a partir de 2017, ano em que a proibição se tornou efetiva (HILEMAN e RAUCHS: 2017, pp. 31-33).

Há diversos casos de ataques cibernéticos a intermediários que controlavam as chaves privadas de seus clientes. Os criptoativos podem ser armazenados em carteiras com ou sem acesso à rede mundial de computadores, respectivamente *hot wallets* ou *cold storages*. A principal vantagem do acesso constante à internet é facilitar o encontro de ordens, ao passo que a principal desvantagem é aumentar o risco de ataques cibernéticos que subtraiam criptoativos, como ocorreu com a *Bitfinex* (2016)<sup>157</sup>, as japonesas *Mr. Gox* (2014) e *Coincheck* (2018) e as sul-coreanas *Youbit* (2017) e *Coinrail* (2018)<sup>158</sup>. No caso dos criptoativos armazenados em *cold storages*, o risco maior é de perda das chaves privadas, como ocorreu com a canadense *Quadriga CX* no início de 2019. Isso porque o único local no qual estavam armazenadas as chaves privadas dos clientes era o computador do sócio principal. Como o acesso a esse computador era criptografado e ninguém mais tinha acesso à senha ou chave de identificação, após a morte desse sócio não foi possível recuperar os dados e os criptoativos armazenados foram perdidos<sup>159</sup>.

Não há notícia de ataque cibernético bem-sucedido ao *blockchain* do Bitcoin porque isso demandaria uma capacidade computacional muito elevada. Por outro lado, há pelo menos três criptoativos, *Bitcoin Gold*, *Monacoin* e *Verg*, cujos registros foram alvo de ataques cibernéticos bem-sucedidos<sup>160</sup>. O denominador comum desses casos é tratar-se de criptoativos de circulação recente e menor valor de mercado e, portanto, menor *blockchain*,

---

<sup>157</sup> KHUN, Daniel (2019) *Two Israeli Brothers Arrested for Phishing Fraud, Bitfinex Hack*. Coindesk, Jun 24, 2019. Disponível em <https://www.coindesk.com/two-israeli-brothers-arrested-for-phishing-fraud-bitfinex-hack>. Acesso em 01.01.2019.

<sup>158</sup> REUTERS (2018). *Valor do bitcoin despenca após ataque a bolsa coreana Coinrail*. Notícias de tecnologia, 11 de junho de 2018. Disponível em <https://br.reuters.com/article/internetNews/idBRKBN1J71J5-OBRIN>. Acesso em 01.11.2019.

<sup>159</sup> VALOR ECONÔMICO (2019). *Bolsa de criptomoedas diz não poder pagar clientes após dono morrer*. São Paulo: Valor, com agências internacionais, 04 de fevereiro de 2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/02/04/bolsa-de-criptomoedas-diz-nao-poder-pagar-clientes-apos-dono-morrer.ghtml>. Acesso em 01.11.2019.

<sup>160</sup> RHOR, Altieres (2018). *Bitcoin Gold sofre 'ataque de 51%' e hacker pode ter roubado até 65 milhões*. Blog do Altieres Rhor, 27 de maio de 2018. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/tecnologia/blog/altieres-rohr/post/2018/05/27/bitcoin-gold-sofre-ataque-de-51-e-hacker-pode-ter-roubado-ate-65-milhoes.ghtml>. Acesso em 01.11.2019.

nos quais é mais fácil para um *hacker* obter mais de 50% da capacidade de processamento da rede.

A disseminação do *blockchain* e de outras DLTs e o crescente interesse por criptoativos impulsionaram diversas ofertas iniciais de criptoativos (cuja sigla em inglês é ICO, de *initial coin offering*). De acordo com o site COINDESK (2019)<sup>161</sup>, entre 2014 e 2018 houve 1.141 ICOs, que captaram quase USD 22,5 bilhões, sendo que 2018 concentrou quase três quartos desse valor. Entre 2017 e 2018, reguladores de diversas jurisdições publicaram comunicados advertindo sobre os riscos associados aos criptoativos e o possível enquadramento dessas operações como emissões de valores mobiliários<sup>162</sup>. A ICO do “*Telegram*”, segundo maior em volume de captação (USD 1,7 bilhão), foi considerada emissão de valores mobiliários irregular pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos, que obteve, em outubro de 2019, liminar para suspendê-la<sup>163</sup>.

No Brasil, a CVM emitiu comunicado em outubro de 2017 afirmando que “*certas operações de ICO podem se caracterizar como operações com valores mobiliários*” e que ofertas de criptoativos enquadradas na definição de valor mobiliário devem estar em conformidade com a regulamentação, sob pena de serem “*tidas como irregulares e, como tais*”, estarem “*sujeitas às sanções e penalidades aplicáveis*”<sup>164</sup>. Dois anos após a publicação desse comunicado, a CVM já suspendeu duas distribuições de cotas em grupos de investimento em mineração de Bitcoin<sup>165</sup> e cinco ICOs<sup>166</sup>. No mesmo comunicado, a CVM alertou para diversos riscos associados aos criptoativos, cabendo destacar ataques cibernéticos, fraudes e pirâmides financeiras, operações de lavagem de dinheiro e evasão

---

<sup>161</sup> COINDESK (2019). *CoinDesk ICO Tracker*. Disponível em <https://www.coindesk.com/ico-tracker> . Acesso 01.05.2019.

<sup>162</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2018). *Regulators' Statements on Initial Coin Offerings*. Disponível em <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements> . Acesso em 01.05.2019.

<sup>163</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2019). *SEC Halts Alleged \$1.7 Billion Unregistered Digital Token Offering*. Washington D.C., Oct. 11, 2019. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-212> . Acesso em 20.10.2019.

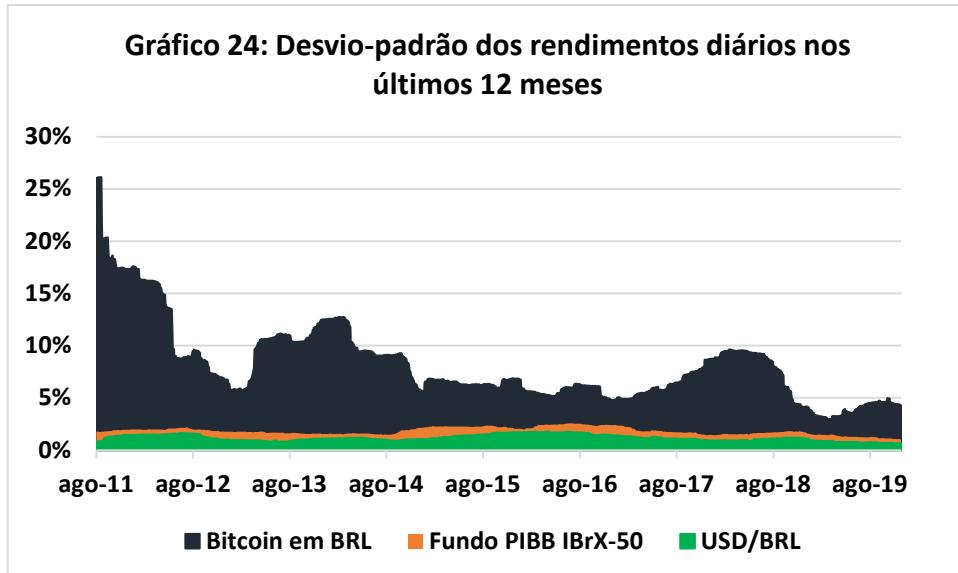
<sup>164</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2017). *Initial Coin Offering (ICO) - Nota da CVM a respeito do tema*. 11 de outubro de 2017. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html> . Acesso em 01.05.2019.

<sup>165</sup> Deliberações CVM 785, de 19.12.2017, e 790, de 28.02.2018.

<sup>166</sup> Deliberações CVM 821, de 02.07.2019, 826, de 13.08.2019, 828, de 10.09.2019, 830 e 831, ambas de 01.10.2019.

fiscal e/ ou de divisas, materiais publicitários em desconformidade com a regulação da CVM, volatilidade de preços, risco de liquidez, dificuldades inerentes em caso de litígio com emissores localizados em outras jurisdições e, mais relevante sob a ótica deste trabalho, “*inexistência de processos formais de adequação do perfil do investidor ao risco do empreendimento (suitability).*” O BCB, por meio do Comunicado 31.379, de 16 de novembro de 2017, fez advertência com mesmo teor, acrescentando “*a possibilidade de perda de todo o capital investido*” e a obrigatoriedade de que as transferências internacionais referenciadas em moedas estrangeiras sejam realizadas “*exclusivamente*” por instituições financeiras autorizadas pelo BCB a operar no mercado de câmbio.

A cotação do Bitcoin, criptoativo mais importante e de maior liquidez, costuma variar muito mais que moedas nacionais e índices do mercado acionário. Desde agosto de 2010, as variações, em módulo, da cotação do dólar em reais (USD/BRL) e do ETF PIBB IBrX-50, aproximação do mercado acionário brasileiro, nunca superaram 8%. No mesmo período, a cotação em reais do Bitcoin, para possibilitar a comparação, chegou a variar mais de 100% em um único dia útil. Embora a volatilidade da cotação do Bitcoin tenha caído em relação ao início desta década, ela continua elevada, o que pode ser constatado pelo desvio-padrão dos rendimentos diários nos últimos 12 meses. Em 2019, o desvio-padrão dos rendimentos diários do Bitcoin foi de 4,0%, 5,6 e 3,4 vezes o desvio-padrão das cotações do dólar e do Fundo PIBB IBrX-50 (Gráfico 24). Não há margem a dúvida para se afirmar que o Bitcoin é um produto inadequado para pessoas avessas ao risco e/ou com horizonte temporal de curto e médio prazo e/ou incapazes de incorrer em perdas.



Fonte: BLOCKCHAIN.COM (2019b)<sup>167</sup>, BCB<sup>168</sup>, B3<sup>169</sup> e CVM<sup>170</sup>

Parte da dificuldade em regular os criptoativos decorre da sua complexa conceituação jurídica. Como os criptoativos podem ser usados para pagamentos e possuem valor de mercado, é frequente que sejam descritos como moedas sem Estado. Entretanto, os criptoativos não desempenham plenamente as clássicas funções da moeda estatal por questões jurídicas e técnicas. Os Estados garantem que suas moedas exerçam a função de meio de pagamentos por meio do curso forçado, do poder liberatório<sup>171</sup> e pela organização de sistemas de pagamentos que facilitem as transferências de recursos nas moedas nacionais. Devido às externalidades de rede intrínsecas aos sistemas de pagamentos, eventuais alternativas à moeda estatal só são competitivas em situações extremas, como processos hiperinflacionários. Os criptoativos, embora desempenhem a função de meio de pagamento entre partes (P2P) de maneira similar ao meio circulante de emissão estatal, são de aceitação voluntária e boa parte sequer é escalável. O Estado também determina que a moeda exerça a função de unidade de conta ao determinar que o cálculo econômico seja

<sup>167</sup> BLOCKCHAIN.COM (2019b) *Average USD market price across major bitcoin exchanges*. Disponível em <https://www.blockchain.com/pt/charts/market-price>. Acesso em 23.12.2019.

<sup>168</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Série 1*. Acesso em 29.10.2019.

<sup>169</sup> B3. *Sistema Fundos.NET*. Dados do ETF PIBB IBrX-50 a partir de 11.09.2018. Acesso em 29.10.2019.

<sup>170</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Sistema de Consulta Consolidada de Fundo*. Dados do ETF PIBB IBrX-50 até 10.09.2018. Acesso em 14.09.2019.

<sup>171</sup> Decreto-Lei 857/1969, Art 1º São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro.

expresso em moeda corrente<sup>172</sup>. Em uma eventual economia baseada em criptoativos, isso seria inimaginável devido à sua volatilidade intrínseca, que inviabilizaria o processo de descoberta de preços e o cálculo econômico. A função de reserva de valor, por sua vez, depende da capacidade de cada Estado regular o valor interno e externo de suas moedas<sup>173</sup>, sendo a primeira função a ser perdida em processos inflacionários agudos. Nos criptoativos, essa função decorreria das emissões disciplinadas por protocolos, que podem (p. ex. Bitcoin) ou não (p. ex. Ethereum) estipular limites absolutos de unidades emitidas.

Os criptoativos também guardam semelhança com a moeda eletrônica, definida no Brasil como “*recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento*” (Lei 12.865/2013, art. 6º, VI), mas não se confundem com ela. Os emissores de moeda eletrônica devem garantir o seu resgate a qualquer tempo (Circular BCB 3.680/2013, art. 3º, caput)<sup>174</sup> e de acordo com regras pré-determinadas. A maioria dos criptoativos, como o Bitcoin, não tem uma figura de identificável de emissor e, quando ele existe, não há compromisso formal de resgate. Por fim, diferentemente das moedas eletrônicas, operadas por instituições de pagamento, não há operadores identificáveis de criptoativos.

O COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES, CPMI (2015, pp. 8-10)<sup>175</sup> chama atenção para ineficiências dos criptoativos comparativamente às moedas eletrônicas, como a pouca interoperabilidade entre diversos criptoativos, limitando os ganhos de eficiência decorrentes das externalidades de rede, estruturas de custo pouco transparentes, limites à escalabilidade, elevado consumo de energia e lentidão para liquidação de operações comparativamente aos sistemas de pagamento instantâneos.

---

<sup>172</sup> Lei 9.069/1995, Art. 5º Serão grafadas em REAL, a partir de 1º de julho de 1994, as demonstrações contábeis e financeiras, os balanços, os cheques, os títulos, os preços, os precatórios, os valores de contratos e todas as demais expressões pecuniárias que se possam traduzir em moeda nacional.

<sup>173</sup> Em sua redação original, a Lei 9.069/1995 previa que as emissões de real fossem lastreadas nas reservas internacionais (art. 3º) sujeitas a limites quantitativos (art. 4º). Embora esses dispositivos tenham sido formalmente revogados pela Lei 13.820/2019, na prática as âncoras cambiais e monetárias foram revogadas pelo Decreto 3.088/1999, que instituiu o regime de metas de inflação, que tem garantido uma inflação excepcionalmente baixa para o padrão histórico brasileiro.

<sup>174</sup> Art. 3º As instituições de pagamento emissores de moeda eletrônica devem assegurar ao usuário final a possibilidade do resgate total, a qualquer tempo, dos saldos existentes em contas de pagamento pré-pagas.

<sup>175</sup> COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES (2015). *CPMI report on digital currencies*. Basel: Bank for International Settlements, November, 2015. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d137.pdf>. Acesso em 01.11.2019.

Portanto, ressalvada a hipótese de ICOs considerados pela CVM emissão de valores mobiliários, os criptoativos não se confundem com valores mobiliários, moeda estatal nem moedas eletrônicas. Resta indagar sobre seu enquadramento como ativos financeiros, gênero mencionado nos arts. 22 a 29 da Lei 13.810/2013, que tratam das atividades de depósito centralizado e registro de ativos financeiros e valores mobiliários. Embora os referidos artigos não definam nem exemplifiquem ativos financeiros, há clareza quanto a estarem submetidos à regulação e fiscalização do BCB<sup>176</sup>. Isso ocorre porque há produtos que se tornam ativos financeiros quando objeto de depósito, registro ou liquidação financeira em instituições – financeiras ou não – autorizadas pelo BCB. Nesse sentido, embora trocas entre criptoativos ou pagamento de bens e serviços com criptoativos estejam fora do alcance de quaisquer reguladores, o depósito e as transações envolvendo uma obrigação em criptoativos e outra em moeda – nacional, estrangeira ou eletrônica – atraem competência regulatória do BCB. Em suma, a dificuldade de regulação de criptoativos é que só é possível avaliar caso a caso se são valores mobiliários, ativos financeiros ou nenhum deles. Além disso, eventual regulação demandaria a expertise do BCB em sistemas de pagamentos e risco sistêmico e da CVM no que diz respeito à proteção de investidores.

Morten BECH e Rodney GARRATT (2017)<sup>177</sup> propõem que os bancos centrais adotem a tecnologia do *blockchain* para ampliar o acesso do público a contas em bancos centrais, atualmente restritas ao Tesouro Nacional e alguns intermediários financeiros. Em estudo sobre a viabilidade técnica de utilização da tecnologia de registro distribuído como contingência em caso de completa indisponibilidade do STR, Aldenio de Vilaça BURGOS et al (2017)<sup>178</sup> concluíram que o principal obstáculo seria a legislação referente ao sigilo

---

<sup>176</sup> Art. 22. Compete ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências: I - autorizar e supervisionar o exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários; e II - estabelecer as condições para o exercício da atividade prevista no inciso I.

<sup>177</sup> BECH, Morten; GARRATT, Rodney (2017). *Central bank cryptocurrencies*. Basel: BIS Quarterly Review, September 2017. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.pdf). Acesso em 01.11.2019.

<sup>178</sup> BURGOS, Aldenio de Vilaça; OLIVEIRA FILHO, Jose Deodoro de; SUARES, Marcus Vinicius Cursino; ALMEIDA, Rafael Sarres de (2017). *Distributed ledger technical research in Central Bank of Brazil*. Brasília: Central Bank of Brazil, 31st August 2017. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/Distributed\\_ledger\\_technical\\_research\\_in\\_Central\\_Bank\\_of\\_Brazil.pdf](https://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/Distributed_ledger_technical_research_in_Central_Bank_of_Brazil.pdf). Acesso em 01.11.2019.

bancário, devido à impossibilidade de se alcançar privacidade sem abrir mão do consenso intrínseco a esse tipo de tecnologia.

Recentemente, surgiram as *stablecoins*, que utilizam tecnologias de registro distribuído e dependem da criptografia para a validação de transações, mas são operacionalizadas por pessoas jurídicas que se comprometem a manter certa estabilidade em relação ao valor de alguma moeda estatal, instrumento financeiro ou mercadoria. No final de novembro de 2019, a *Tether*, atrelada ao dólar norte-americano, era a *stablecoin* com maior capitalização de mercado, atingindo mais de USD 4 bilhões e ocupando o quarto lugar entre os quase 5 mil criptoativos em circulação, segundo COINMARKETCAP (2019).

Os acionistas e administradores da empresa que controla a *Tether* são os mesmos da *Britfinex*, uma das maiores bolsas de criptoativos do mundo<sup>179</sup>. John M. GRIFFIN e Amin SHAMS (2019)<sup>180</sup> mapearam os *blockchains* do *Bitcoin* e da *Tether* entre 1 de março de 2017 e 31 de março de 2018, período no qual o preço do *Bitcoin* teve sua maior alta, de cerca de USD 1,2 para USD 7 mil, passando pelo recorde histórico de quase USD 20 mil em dezembro de 2017. Eles constataram que, quando preços do *Bitcoin* caíam, um grande participante da *Britfinex* comprava elevadas quantidades de *Bitcoin* após emissões significativas de *Tether*. Além disso, nos finais dos meses com as maiores emissões de *Tether*, havia pressão de baixa sobre a cotação do *Bitcoin*, o que é consistente com a necessidade de reequilibrar o lastro da *Tether*, levando-os a concluir que a alta do *Bitcoin* de 2017 se deu principalmente em decorrência de manipulações na oferta – provavelmente com participação aos controladores e operadores da *Britfinex* e da *Tether*. John M. GRIFFIN e Amin SHAMS (2019, pp. 46-47, tradução livre) lembram que outros episódios de euforia com inovações foram associados a “*atividades nefastas que levam à má alocação de capital*” e “*que as tecnologias inovadoras projetadas para contornar os sistemas bancários tradicionais não eliminaram a necessidade de vigilância externa*,

---

<sup>179</sup> POPPER, Nathaniel (2017) *Warning signs about another giant bitcoin exchange*. New York Times: November 21, 2017. Disponível em <https://www.nytimes.com/2017/11/21/technology/bitcoin-bitfinex-tether.html>. Acesso em 01.01.2019.

<sup>180</sup> GRIFFIN, John M.; SHAMS, Amin (2019). *Is Bitcoin Really Un-Tethered?* October 28, 2019, Last revised: 5 Nov 2019. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066) . Acesso em 07.11.2019.

monitoramento e uma estrutura reguladora das criptomoedas, como muitos acreditavam.”

O G7 (2019), com apoio do FMI e do CPMI, constituiu grupo de trabalho para estudar as *stablecoins*<sup>181</sup>, constatando que podem ser de dois tipos: as de atacado, voltadas para instituições financeiras replicarem transações interbancárias e, por essa razão, com taxa de conversão fixa, como *Signet*, *JPM Coin* e *USC*, e as de varejo, de acesso mais amplo e taxas de conversão variáveis, como *Tether*, *TrustTokens*, *Paxos* (com versões atreladas à libra esterlina e aos dólares da Austrália, Canadá, Hong Kong e Estados Unidos) e o *Libra*. Há três formas pelas quais os emissores administram a cotação das *stablecoins*:

- i. Lastreando-as a uma moeda, de forma similar a um certificado de depósitos;
- ii. Lastreando-as a uma cesta de índices, que podem ser moedas, títulos públicos, mercadorias e criptoativos, de acordo com uma política de investimentos pré-definida não discricionária, como nos ETFs, ou com algum grau de discricionariedade, como nos demais fundos de investimento;
- iii. Embasando a confiança na higidez financeira do emissor, de maneira análoga aos depósitos bancários.

O grupo de trabalho acredita que a emissão e operacionalização das *stablecoins* por intermediários contorne a questão da escalabilidade, reduza os custos por operações e diminua a volatilidade de preços, permitindo que desempenhem melhor os papéis de meio de pagamentos e reserva de valor, com potencial de contribuir para aumentar a eficiência e inclusão de pagamentos, especialmente transfronteiriços. Por outro lado, como as *stablecoins* mesclam características de moedas eletrônicas, criptoativos, operações cambiais, certificados de depósito ou fundo de investimentos, estão sujeitas aos mesmos riscos desses produtos, mas sem passar pelo crivo da autorização e supervisão por reguladores. Na função de pagamento, as *stablecoins* apoiadas em bases de consumidores já existentes podem ganhar escala global devido às externalidades de rede já existentes,

---

<sup>181</sup> G-7 WORKING GROUP ON STABLECOINS (2019). *Investigating the impact of global stablecoins*. Basel: G7, IMF and CPMI, October, 2019. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>. Acesso em 01.11.2019.

adquirindo posição dominante e reconfigurando estruturas de mercado. Quanto à função de reserva de valor, há pouca clareza quanto às políticas de investimento atreladas aos mecanismos de estabilização e à proteção de investidores. Além disso, por permitir a realização de transações cambiais em diferentes jurisdições, as *stablecoins* podem limitar a eficácia das políticas macroeconômicas nacionais e até causar substituição monetária, sendo fonte potencial de riscos sistêmicos globais. Por essas razões, o texto conclui, em nome do G-7 (2009, p. 2), que nenhum projeto de *stablecoins* global deve entrar em operação até a elaboração de uma regulação adequada e proporcional aos riscos e que aprovação deve ser caso a caso e sujeita a requerimentos regulatórios adicionais.

Embora já existam algumas *stablecoins* em circulação, a constituição do Grupo de Trabalho do G7 foi uma reação à proposta de lançamento do *Libra*, primeira iniciativa com potencial de criar uma *stablecoin* global, pois o *Facebook* se valeria de sua ampla rede de usuários e de empresas com plataformas globais como *Spotify* e *Uber*<sup>182</sup>. Segundo Zachary AMSDEM et al (2019, pp. 17-20)<sup>183</sup>, no *Libra*, a escalabilidade e a redução do custo da validação dar-se-iam por meio de uma rede planejada para algumas centenas de nós validadores e a abordagem de consenso com tolerância a falhas bizantinas (cuja sigla em inglês é BFT), funcionando corretamente mesmo se até um terço dos nós validadores da rede estiverem comprometidos ou falharem. Christian CATALINI et al (2019, p. 2)<sup>184</sup> explicam que o lastro do *Libra* seria formado por “(...) *uma coleção de ativos de baixa volatilidade, como depósitos bancários e títulos públicos em moedas de bancos centrais estáveis e conceituados*” e que, por essa razão, ela flutuaria em relação às moedas nacionais. Não há clareza quanto ao risco que os investidores assumiriam.

A Associação *Libra*, por ser constituída em Genebra, submeteu pedido formal de avaliação de requerimentos regulatórios para a Autoridade de Supervisão do Mercado Financeiro da Suíça, cuja sigla em inglês é FINMA. No entendimento da FINMA, o *Libra* seria classificado como sistema de pagamentos, nos termos da Lei de Infraestruturas do

<sup>182</sup> LIBRA.ORG (2019) *Membros Fundadores*. Disponível em [https://libra.org/pt-BR/association/#founding\\_members](https://libra.org/pt-BR/association/#founding_members). Acesso em 05.11.2019.

<sup>183</sup> AMSDEM, Zachary et al (2019). *The Libra Blockchain*. Libra.org: September, 2019. Disponível em <https://developers.libra.org/docs/assets/papers/the-libra-blockchain.pdf>. Acesso em 05.11.2019.

<sup>184</sup> CATALINI, Christian et al (2019). *A Reserva*. Libra.Org. Disponível em [https://libra.org/pt-BR/about-currency-reserve/?noredirect=pt-BR#the\\_reserve](https://libra.org/pt-BR/about-currency-reserve/?noredirect=pt-BR#the_reserve). Acesso em 05.11.2019.

Mercado Financeiro, e a obtenção de autorização dependeria de que os riscos e retornos referentes ao gerenciamento do lastro fossem suportados integralmente pela Associação Libra e não pelos detentores da *stablecoin*<sup>185</sup>, o que exigiria mudança no modelo de negócio. Além disso, a FINMA publicou um suplemento ao seu comunicado sobre ICOs no qual afirma que, a depender do lastro, as *stablecoins* podem ser consideradas depósitos bancários, fundos de investimento, valores mobiliários e derivativos.

Inicialmente, instituições de pagamentos de varejo com atuação global, como “*PayPal*”, “*Mercado Pago*”, “*Visa*”, “*Mastercard*” e “*eBay*” manifestaram interesse em participar da iniciativa, mas a reação das autoridades suíças e os questionamentos de reguladores norte-americanos, especialmente do Departamento do Tesouro, sobre as políticas de proteção de dados de clientes, de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo, resultaram na desistência de participar do projeto Libra<sup>186</sup>.

---

<sup>185</sup> SWISS FINANCIAL MARKET SUPERVISORY AUTHORITY (2019). *FINMA PUBLISHES ‘STABLE COIN’ GUIDELINES*. BERN, 11.09.2019. DISPONÍVEL EM <https://www.finma.ch/en/news/2019/09/20190911-mm-stable-coins/>. Acesso em 05.11.2019.

<sup>186</sup> MURPHY, Hannah; STACEY, Kiran (2019). *Mastercard, Visa, eBay and Stripe quit Facebook’s Libra*. São Francisco e Washington, 11.10.2019. Disponível em <https://www.ft.com/content/a3e952dc-ec5c-11e9-85f4-d00e5018f061>. Acesso em 07.11.2019.

## 2.4 CONCLUSÃO PARCIAL

Diferentemente da visão bastante difundida, a atividade de intermediação financeira não se restringe a promover o direcionamento de recursos dos agentes econômicos superavitários para os deficitários, pois há produtos e serviços voltados para a transferência de riscos e as inovações financeiras alteram as preferências intertemporais e as preferências frente ao risco. Além disso, os ganhos de eficiência decorrentes da intermediação financeira geram risco sistêmico, justificando intensa regulação por parte de diferentes instituições estatais. Ainda assim, devido às sucessivas ondas de inovações financeiras, sempre há produtos, serviços e intermediários não submetidos a regulação estatal, ao menos nas fases iniciais dos ciclos de inovações (itens 1 e 3).

Nas últimas décadas do século XX, ocorreu acentuado processo de liberalização financeira acompanhado do surgimento de produtos voltados inicialmente para mercados de atacado, como derivativos, a securitização e a estruturação de produtos com diferentes fluxos de caixa. Isso possibilitou aos intermediários financeiros ampliar as fontes de captação e de transferência de riscos, permitindo expansão significativa da oferta de crédito e de opções de investimentos financeiros disponíveis. Na década de 2000, esses instrumentos financeiros foram disponibilizados para clientes de varejo dos países avançados, aumentando a alavancagem e o risco, culminando na crise financeira de 2008, a qual impulsionou extensa agenda regulatória ainda em implantação (item 2).

Recentemente, a popularização da *internet* e de *smartphones* tem dado suporte a nova onda de inovações financeiras voltadas principalmente a clientes de varejo, com destaque para as contas e pagamentos em moeda eletrônica, os sistemas de pagamentos instantâneos e a integração entre diferentes plataformas caracterizadas por externalidades de rede. Simultaneamente, surgiram milhares de criptoativos, produtos de alto risco que podem desempenhar papel de meio de pagamento, cuja tecnologia subjacente, o *blockchain* e suas variações, promete trazer mudanças significativas nas atividades de intermediação financeira. Apesar do entusiasmo com uma possível desintermediação, o que se tem observado é a existência de uma cadeia de intermediação análoga à das instituições

reguladas e notícias recorrentes de fraudes, manipulação de mercado e riscos mapeados de maneira deficiente. As *stablecoins* surgiram recentemente com o objetivo de mitigar as principais desvantagens dos criptoativos, como a escalabilidade limitada, o excessivo consumo de energia e a alta volatilidade de preços. Assim como os criptoativos, as *stablecoins* podem assumir diferentes formas jurídicas e, caso sejam integradas às plataformas de comunicações e comércio, podem se tornar globais rapidamente, criando desafios para reguladores do mundo todo (item 3).

Do ponto de vista deste trabalho, é central a constatação de que, mesmo quando suficientemente informados, os agentes econômicos podem não tomar decisões que resultem na maximização do próprio interesse. Isso ocorre pelo custo de obtenção e processamento de informações, pelos vieses cognitivos e emocionais inerentes ao processo decisório, pela complexidade intrínseca de alguns produtos e serviços e pelos erros comuns e manipulação de mercado nas fases iniciais dos ciclos de inovação.

## **CAPÍTULO III: DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO (SUITABILITY)**

O Capítulo III trata dos deveres de informação e adequação (*suitability*) impostos aos intermediários financeiros na distribuição de produtos e serviços a clientes não profissionais.

O primeiro item, intitulado “*Princípios gerais e recomendações de organizações internacionais*”, contextualiza a evolução do debate acerca dos deveres de informação e de adequação, destacando o papel da crise de 2008, que, ao evidenciar a distribuição inadequada de produtos e serviços financeiros, impulsionou elaboração de novas recomendações de organismos internacionais e reformas legislativas em diversas jurisdições. Neste sentido, cabe destacar o papel desempenhado pela IOSCO e pelo Fórum Conjunto, grupo que agrupa representantes da IOSCO, da Associação Internacional de Supervisores de Seguradores (cuja sigla em inglês é IAIS) e do Comitê da Basileia de Supervisão Bancária (cuja sigla em inglês é BCBS). Além de homogeneizar recomendações de reguladores de valores mobiliários, seguros e bancos, as publicações mais recentes do Fórum Conjunto enfatizam as especificidades de produtos complexos e a necessidade de imposição de deveres de conduta em toda a cadeia de intermediação financeira. Adicionalmente, reconhece-se que os deveres de informação e de adequação podem ser necessários inclusive para clientes de maior porte, como investidores qualificados e empresas.

O segundo item, intitulado “*Deveres de informação e adequação na União Europeia*”, apresenta a legislação comunitária vigente antes e depois da crise financeira de 2008. A escolha da União Europeia se deve aos seguintes fatores: i. presença de grandes centros financeiros internacionais, em que há maior diversidade de crédito e de instrumentos financeiros ofertados; ii. integração de sistemas financeiros com diferentes graus de profundidade e sofisticação; iii. conjuntura econômica da década de 2000 impulsionou a alavancagem privada, tornando a Europa uma das regiões do mundo com maior nível de endividamento do setor privado (vide item 2 do Capítulo II); iv. problemas com

financiamentos em moedas estrangeiras e derivativos voltados ao *hedge* similares aos que ocorreram no Brasil nas crises de 1999 e 2008; v. apesar das regras de conduta serem determinadas por normas comunitárias, a responsabilidade civil é disciplinada pelos Estados-Membros, resultando em diferentes respostas nacionais para casos similares; vi. a crise financeira de 2008 motivou a revogação das normas comunitárias até então vigentes (vide subitem 1) e sua substituição por Diretivas que estipulam deveres de conduta significativamente mais detalhados (vide subitem 2).

O terceiro item apresenta as normas que disciplinam os deveres de informação e de adequação dos intermediários financeiros no Brasil. Diferentemente da União Europeia, a legislação referente a esses deveres é posterior à crise de 2008 e consiste em normas editadas pelo CMN e pela CVM, com destaque para normas recentes sobre financiamentos rotativos de cartão de crédito e cheque especial. O item também conta com pesquisa de jurisprudência e de decisões da CVM. Embora existam poucas decisões referentes ao assunto, é possível analisar criticamente as decisões apresentadas.

### **3.1 PRINCÍPIOS GERAIS E RECOMENDAÇÕES DE ORGANIZAÇÕES INTERNACIONAIS**

A Crise de 1929, a Segunda Guerra Mundial e o subsequente esforço de reconstrução do pós-guerra motivaram, em diversas jurisdições, a adoção de regulações intervencionistas e que estipulavam rígida segmentação dos intermediários financeiros. Naquele contexto, o acesso a produtos e serviços financeiros de maior complexidade era restrito aos mercados de atacado, ou seja, intermediários financeiros, empresas de maior porte com inserção internacional e Estados nacionais. No varejo, segmento que compreende pessoas físicas e pessoas jurídicas de menor porte, havia predomínio de instrumentos financeiros com estruturas de remuneração simples, em geral denominados nas moedas locais, e financiamentos a taxas de juros pré-fixadas ou pós-fixadas e atreladas a uma variedade restrita de indexadores. A principal vantagem deste arranjo era a facilidade com a qual clientes poderiam compreender e arcar com os custos e riscos de suas operações ativas e passivas nos mercados financeiro e de capitais, enquanto a desvantagem era limitar as alternativas de investimentos, limitando ganhos de agentes econômicos com maior apetite ao risco e horizonte temporal mais longo, e de financiamento, acarretando racionamento de crédito, como ocorre no Brasil com o crédito direcionado (vide Capítulo I, item 3).

A partir da década de 1970, a flexibilização das principais taxas de câmbio, as inovações financeiras e a progressiva desregulamentação e liberalização financeiras, além de atenuarem a segmentação na intermediação financeira, ampliaram consideravelmente a oferta e a diversidade de financiamentos e de investimentos. Se, por um lado, isso permite a inclusão financeira de agentes econômicos que até então tinham acesso restrito ao crédito e viabiliza a customização de estratégias de investimentos a diferentes perfis, por outro, facilita a aquisição de produtos e serviços inadequados aos conhecimentos, necessidades, objetivos e situação financeira dos clientes. Isso porque o dever de adequação pressupõe, mas não se restringe, ao cumprimento de deveres informacionais na fase pré-negocial. A inadequação de produtos e serviços resulta em sobreendividamento, que ocorre com maior frequência nos empréstimos de maior valor e nos de taxas de juros mais elevadas, e/ou a assunção de custos e de riscos sem efetiva percepção, mesmo quando os intermediários

financeiros tenham cumprido satisfatoriamente seus deveres informacionais na fase pré-negocial.

Como os empréstimos de maior valor são amortizados em prazos mais longos, as instituições financeiras são impulsionadas a atrelar as taxas de juros das operações passivas e ativas. No contexto de finanças reguladas e crédito direcionado, as autoridades reguladoras determinam limites para essas taxas de juros. A desregulamentação e as inovações financeiras diversificam as fontes de captação, enquanto a liberalização amplia as possibilidades de os sistemas bancários domésticos obterem recursos em centros financeiros internacionais. Nesse caso, o aumento na oferta de crédito é acompanhado por maiores riscos de variação das taxas de câmbio e de juros, que as instituições financeiras podem repassar para os tomadores, sujeitando-os ao risco de desvalorização cambial e aumento nas taxas de juros. Em geral, isso acontece nos empréstimos imobiliários com taxas não reguladas, mas pode ocorrer em outros tipos de financiamento, como no *leasing* de veículos atrelados à cotação do dólar na segunda metade da década de 1990 no Brasil. Do ponto de vista do tomador, a contratação de derivativos ou produtos estruturados pode proporcionar proteção contra a alta dos indexadores nos quais são corrigidos os saldos devedores. Entretanto, dificilmente o *hedge* será perfeito, seja pelo custo, seja pelo descasamento entre os fluxos de caixa dos financiamentos e os produtos de *hedge*. Instrumentos de *hedge* parcial, apesar de mais baratos, embutem riscos residuais nem sempre de fácil compreensão. Já o descasamento de prazos não costuma ser problemático em cenários de normalidade, mas pode resultar em pressões de caixa em cenários estressados, justamente quando há redução da oferta de crédito e perdas nos investimentos financeiros.

As maiores taxas de juros, por sua vez, estão associadas ao crédito rotativo e aos empréstimos pessoais sem garantias, cuja principal vantagem é a facilidade e agilidade na contratação. Entretanto, essas modalidades são adequadas apenas para tomadores com necessidades repentinhas e emergenciais de recursos, sendo inadequadas para devedores que incorrem sistematicamente nesse tipo de dívida, a qual leva rapidamente à insolvência (vide subitem 3.1 deste Capítulo).

Nos produtos e serviços de investimento ou com componente de investimento, as principais consequências da inadequação de produtos e serviços são custos e riscos superiores aos conhecidos e/ou suportados pelos clientes. Produtos mais complexos, embora tenham a vantagem da customização para necessidades específicas, embutem custos. Não havendo necessidades que justifiquem a aquisição desses produtos, eles são apenas mais onerosos. Já produtos de elevados retornos esperados são adequados apenas para investidores com maior apetite ao risco, horizonte temporal mais longo e/ou capacidade de incorrer em perdas. A inadequação pode ser tanto qualitativa, quanto quantitativa, neste caso quando a quantidade ou valor dos instrumentos financeiros contratados os tornem inadequados, como ocorre na intermediação excessiva (*churning*).

As relações negociais podem ser analisadas sob a óptica das assimetrias de informações, falha de mercado geradora de ineficiências cuja mitigação se dá pela imposição de deveres que fomentem o fluxo de informações privadas e obtidas gratuitamente (distributivas), excluindo, portanto, informações públicas e informações privadas obtidas com custo (produtivas)<sup>187</sup>. Como os intermediários financeiros compreendem com mais profundidade os atributos de diferentes produtos e serviços ofertados e seus clientes conhecem os próprios objetivos, necessidades e situação financeira, é eficiente, na ausência de custos de transação para a transmissão e processamento de informações, impor aos intermediários financeiros apenas o dever de informar a respeito das características dos produtos e serviços ofertados, deixando que cada cliente avalie os produtos e serviços que lhes são mais adequados.

Adicionalmente, não faria sentido impor aos intermediários financeiros a obrigação de informar sobre atributos de produtos e serviços muito simples e estritamente regulados, como depósitos à vista e caderneta de poupança, cujas características se aproximam do conceito de informações públicas. Nos serviços de aconselhamento, consultoria para investimentos e gestão de carteiras, como a remuneração dos intermediários visa a cobrir

---

<sup>187</sup> COOTER e ULEN (2016, pp. 354-359).

os custos incorridos na obtenção das informações, os deveres informacionais integram o próprio objeto dos negócios jurídicos.

Devido aos custos de transação relativos à transmissão e processamento de informações, a eficiência também depende da relação entre o grau de complexidade dos produtos e serviços e a multiplicidade de necessidades e objetivos de quem os adquire. Como os clientes de varejo em geral têm conhecimentos limitados sobre instrumentos financeiros e seus objetivos, necessidades e situação financeira são mais fáceis de avaliar, é eficiente impor aos intermediários o dever de avaliar a adequação dos produtos e serviços. Nos mercados de atacado, como a sofisticação informacional dos clientes é presumida e a análise de suas necessidades, objetivos e situação financeira é intrincada, é mais eficiente que os intermediários financeiros avaliem a adequação apenas de alguns produtos e serviços mais complexos.

Devido ao papel preponderante dos mercados de capitais na difusão das inovações financeiras de primeira geração, o Comitê Técnico da IOSCO publicou, em 1990, documento com sete princípios de conduta a serem observados pelos intermediários financeiros visando a tutelar não apenas o melhor interesse dos clientes, mas também a integridade do mercado<sup>188</sup>. O primeiro princípio diz respeito ao dever de agir de forma honesta e justa, evitando induzir clientes em erro. O segundo princípio é o dever de agir com a devida diligência. O terceiro princípio diz respeito à necessidade de os intermediários empregarem recursos e adotarem procedimentos que assegurem performance apropriada, incluindo regras de conduta para funcionários. O quarto princípio é de especial interesse para este trabalho por dizer respeito ao dever de os intermediários se informarem a respeito de seus clientes, com destaque para a experiência prévia em investimentos, a situação financeira e objetivos de investimento pertinentes aos serviços a serem ofertados. Admite-se que o conhecimento dos intermediários sobre seus clientes (*know one's customer*) é elemento essencial para que os produtos e serviços adquiridos sejam adequados aos clientes. O quinto princípio trata do dever de fornecer informações

---

<sup>188</sup> TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, The (1990). *International Conduct of Business Principles*. July, 1990. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf> . Acesso em 14.06.2018.

satisfatórias quanto a aspectos materialmente relevantes, desdobrando-se em deveres anteriores e posteriores à decisão de investimento. Antes da decisão de investir, o intermediário deve se auto informar sobre riscos e transmitir informação para clientes de modo a propiciar uma tomada de decisões embasada. Uma vez tomada a decisão, os intermediários devem fornecer informações precisas e tempestivas sobre a performance dos investimentos. O sexto princípio diz respeito ao dever de se evitar situações de conflitos de interesses ou, se isso for impossível, assegurar-se de que os clientes são tratados de forma justa. Por fim, o sétimo princípio reforça a necessidade de que os intermediários obedeçam às regulamentações vigentes, a fim de assegurar os interesses de seus clientes e a integridade do mercado.

Alguns meses antes dos eventos que iniciaram a crise financeira de 2008, o Fórum Conjunto publicou estudo sobre a adequação de produtos e serviços financeiros aos clientes de varejo<sup>189</sup>. Em grande medida, foi uma resposta à disseminação de instrumentos financeiros mais complexos para clientes de varejo nas economias avançadas, ao crescimento generalizado do endividamento privado e à assunção de riscos nos anos que antecederam a crise (vide item 2 do Capítulo II).

O foco no varejo justifica-se devido à presunção de que, nesses mercados, os intermediários se encontram em posição de superioridade de poder econômico e informações, havendo ambiente mais propício à oferta de produtos e serviços inadequados às necessidades dos clientes. O escopo do estudo foram produtos e serviços com algum componente de investimento ou relacionado a algum produto ou serviço de investimento. Desse modo, foram excluídos os contratos de financiamentos bancários ofertados isoladamente (por exemplo, crédito rotativo) e/ou com estruturas de taxas de juros mais simples (por exemplo, financiamentos imobiliários pré-fixados ou com taxas de juros reguladas) e os contratos de seguros sem componente de investimento.

---

<sup>189</sup> JOINT FORUM, The (2008). *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*. April, 2008. Disponível em <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>. Acesso em 06.04.2018.

O conceito de adequação pode ser entendido como o “*grau em que produto ou serviço oferecido por um intermediário corresponda à situação financeira, objetivos de investimento, grau de apetite ao risco, necessidades financeiras, conhecimentos e objetivos de um determinado cliente*” (JOINT FORUM, 2008: p. 4, tradução livre), diferindo significativamente do conceito de *disclosure*, que diz respeito à divulgação de todas informações que possam ser relevantes para a tomada de decisões dos clientes, como custos, comissões, riscos e retorno esperado. Conforme constatou o estudo, o dever de adequação costuma ser mais rigoroso quando há serviços de gestão de carteiras, recomendação e consultoria para investimentos, mais frequentes na intermediação de valores mobiliários (JOINT FORUM, 2008: p. 2), o que também ocorre no Brasil (Vide item 3 deste Capítulo).

Os deveres de informação e de adequação não se restringem à fase pré-negocial, pois, ao longo do tempo, os clientes acumulam experiências e podem mudar suas posturas diante do risco, além de estarem sujeitos a eventos que causem alterações qualitativas e quantitativas na receita corrente (p. ex. empresa que passa a ter acesso a um mercado externo e receitas em moedas estrangeiras, desemprego ou queda no salário) e no patrimônio, criando a necessidade de reavaliação dos tipos de instrumentos financeiros adequados. Os intermediários financeiros também aprimoraram sua análise de perfil da clientela de maneira semelhante.

O estudo também concluiu que diversos fatores contribuíram para aumentar as chances de oferta inadequada de produtos e serviços desde a década de 1980. Entre os fatores estruturais, destacam-se a redução na seguridade social oferecida pelos Estados e empregadores, impulsionando pessoas físicas a investir para a aposentadoria, a internacionalização de mercados, aprofundando a competição entre intermediários financeiros por clientes, e as inovações financeiras, que em alguma medida são reflexo do acirramento da concorrência. Além disso, o estudo constatou que, quando há redução agressiva das taxas de juros, os agentes tendem a se endividar excessivamente e/ou incorrer em investimentos mais arriscados. A inadequação de oferta de produtos e serviços não prejudica apenas os clientes diretamente afetados, pois distorce toda a formação de preços,

aumenta os riscos legais e reputacionais na cadeia de intermediação financeira e, em casos extremos, leva à insolvência de instituições de importância sistêmica.

O aumento da complexidade de produtos e serviços financeiros pode dificultar, mesmo para investidores experientes e empresas de maior porte, a compreensão da estrutura de custos, riscos e remuneração de alguns produtos e serviços. Por essa razão, após ampla consulta pública, a IOSCO (2013a)<sup>190</sup> publicou oito princípios a serem observados pelos intermediários financeiros na distribuição de produtos complexos para todos os tipos de clientes. Os intermediários são definidos como as empresas que executam ordens em nome de terceiros, recomendam ou orientam investimentos e gerenciam carteiras de instrumentos financeiros, enquanto a atividade de distribuição de produtos compreende a publicidade, venda, aconselhamento, recomendação e gerenciamento de carteiras.

Produtos complexos seriam aqueles cujas características e relação de risco e retorno não são razoavelmente compreensíveis por um típico cliente de varejo e/ou cuja precificação depende de habilidades específicas, pois, em geral, os mercados secundários para esse tipo de produto são inexistentes ou limitados. Embora não se faça uma delimitação precisa entre produtos complexos e não complexos, enumeram-se alguns instrumentos considerados complexos, tais como produtos estruturados, obrigações condicionadas a eventos de crédito, instrumentos híbridos, instrumentos vinculados a ações ou ações com direitos, títulos de dívida com garantias reais, derivativos de crédito e derivativos de balcão não padronizados e/ou não negociados em bolsas. Ações convencionais negociadas em bolsa, debêntures e títulos públicos são considerados instrumentos não complexos. Embora maior complexidade não seja sinônimo de risco, produtos mais complexos têm estrutura de custos e de riscos de compreensão mais difícil (IOSCO, 2013a: pp. 5-6).

Em relação à distribuição de produtos e serviços para clientes de varejo (JOINT FORUM, 2008), a avaliação da adequação de produtos complexos (IOSCO, 2013a) envolve análise mais profunda de atributos dos clientes, como conhecimentos e experiências em relação

---

<sup>190</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO (2013a). *Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products*. January, 2013. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>. Acesso em 06.04.2018.

aos instrumentos financeiros negociados, objetivos de investimento, horizonte temporal, tolerância ao risco e capacidade de incorrer em perdas ou aumento de garantias. Uma conclusão do estudo é que os requerimentos de divulgação de informações relevantes (*disclosure*), por mais amplos que sejam, podem não ser suficientes para a proteção adequada de clientes, mesmo no caso de agentes econômicos com mais conhecimentos e experiência.

O primeiro princípio diz respeito à necessidade de classificação dos clientes em categorias diferenciadas de acordo com o porte (varejo e atacado) e normas aplicáveis (consumidores e empresas, entidades reguladas e não reguladas), a fim de permitir análises, em caráter preliminar, de quais produtos e serviços seriam adequados a cada grupo. Os clientes devem saber o grupo ao qual pertencem e quais direitos e deveres decorrem dessa classificação. Por precaução, os intermediários podem conferir a clientes mais sofisticados o mesmo grau de proteção que a grupos considerados de menor sofisticação, além de não aceitar automaticamente as solicitações de clientes para se sujeitarem ao mesmo grau de proteção de grupos mais sofisticados.

O segundo princípio trata de deveres gerais de conduta dos intermediários financeiros que independem da classificação dos clientes: a atuação com honestidade, lealdade, profissionalismo e identificação de conflitos de interesses para que sejam evitados ou, quando inevitáveis, informados aos clientes com a devida exposição dos riscos de danos. O terceiro princípio é referente à divulgação de informações relevantes para propiciar a tomada consciente de decisões. A comunicação deve ser ampla, razoável, balanceada e não induzir a erro, ou seja, não levar à superestimação de retornos e à subestimação de custos e riscos. Além disso, cenários extremos, mesmo que improváveis, devem ser explicitados, assim como o tempo necessário para desinvestimento. Ainda no que diz respeito à divulgação de informações relevantes, reguladores devem avaliar impor a divulgação de formulários simplificados e padronizados que permitam a comparação entre produtos e serviços ofertados por empresas de setores distintos.

O quarto princípio trata da necessidade de se conferir alguma proteção aos clientes quando os serviços prestados não envolverem recomendação, consultoria ou gestão de carteiras,

como ocorre com intermediários que se limitam a executar ordens de clientes. Nesse sentido, os intermediários podem advertir seus clientes a respeito da inadequação de determinados produtos e serviços e, quando a inadequação decorrer da falta de conhecimento e/ou de experiência, mencionar a possibilidade de contratação de serviços de consultoria e gestão de carteiras. Em casos extremos, os intermediários podem vedar ou restringir a distribuição de alguns instrumentos mais complexos para determinadas categorias de clientes.

O quinto princípio é central para os objetivos deste trabalho, pois diz respeito ao dever de se ofertar apenas produtos e serviços adequados às necessidades dos clientes quando houver prestação de serviços de consultoria, recomendação de investimentos ou gestão de carteiras. Nesse caso, os intermediários devem conhecer com profundidade os instrumentos financeiros ofertados, com destaque para sua estrutura, métodos de precificação, componentes que afetam os fluxos de caixa, componentes que afetam os riscos de contraparte, de liquidez e de mercado, a experiência e reputação dos emissores e estruturadores, a existência de garantias, os custos, a tributação e a performance esperada do produto em cenários extremos. No que tange aos clientes, os intermediários devem se informar a respeito do grau de conhecimento e experiência prévia com os instrumentos ofertados, dos objetivos e horizonte temporal de investimentos levando em conta idade do cliente (quando pessoa física), apetite ao risco, grau de diversificação de investimentos, situação financeira, inclusive quanto à capacidade de suportar perdas e necessidade de liquidez. Apenas com conhecimentos relevantes sobre os produtos e clientes é possível avaliar se a estrutura e o binômio risco-retorno são consistentes com a experiência, conhecimento, objetivos de investimento, apetite ao risco e capacidade de suportar perdas dos clientes.

O sexto princípio aplica-se às situações em que os intermediários têm conhecimentos deficientes sobre produtos e clientes. No primeiro caso, a recomendação é simples: intermediários devem abster-se de ofertar produtos que não conhecem suficientemente. No segundo, os intermediários devem informar os clientes quando não tiverem informações suficientes sobre eles, podendo inclusive abster-se de recomendar produtos e serviços quando os clientes se recusarem a fornecer informações solicitadas.

De acordo com o sétimo princípio, os intermediários devem estabelecer função de *compliance* com objetivo de impedir que produtos sejam criados com objetivo primordial de dificultar avaliação de custos e riscos por parte dos clientes. O oitavo princípio diz respeito à recomendação de que os intermediários financeiros estabeleçam políticas de incentivo para aumentar a probabilidade de adequação dos instrumentos financeiros aos clientes. Por fim, o nono princípio é uma recomendação para que os reguladores supervisionem os intermediários para assegurar proteção de clientes.

A imposição de deveres de informação e de adequação pode não resultar em nível satisfatório de proteção quando os produtos e serviços foram muito complexos para o público a que se destinam. Isso ocorre, por exemplo, com produtos estruturados voltados aos clientes de varejo, nos quais, além dos deveres tradicionais, a IOSCO (2013b)<sup>191</sup> entende que os reguladores devem estar atentos à toda a cadeia de valor de produtos estruturados (princípio 2), passando pela criação e emissão (princípios 3 a 6), *disclosure* e *marketing* (princípios 7 a 13), distribuição (princípio 14) e pós-venda (princípio 15).

Com relação à criação de produtos estruturados, cabe destacar a importância de que os emissores identifiquem, de maneira análoga aos distribuidores, a que tipo de investidor o produto se destina, tendo em vista conhecimentos, experiências prévias e grau de educação financeira, perfis de risco, capacidade de incorrer em perdas, objetivos de investimento, horizonte temporal, idade e estrato socioeconômico (princípio 3). Diferentemente da avaliação de adequação personalizada feita pelos intermediários financeiros, essa análise é abstrata e voltada a tipos ideais de clientes, pois o objetivo é que os produtos sejam desenhados de modo a serem compreensíveis e adequados para os investidores-alvo. Os reguladores também devem considerar incentivar ou impor que os emissores tenham algum grau de responsabilidade na forma pela qual os produtos são distribuídos. Isso não significa impor dupla checagem de adequação dos produtos aos clientes, mas analisar se a estratégia de distribuição desenvolvida pelo emissor é apropriada para o mercado-alvo (princípio 14). A IOSCO também não descarta que reguladores possam exigir a pré-aprovação de

---

<sup>191</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013b). *Regulation of Retail Structured Products. Final Report.* December, 2013. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

produtos (princípio 5), muito embora essa ideia tenha sido rechaçada pela maioria dos intermediários financeiros que responderam à consulta pública (IOSCO, 2013b: pp. 10-11).

Há também recomendações sobre como os emissores devem divulgar as informações para os investidores-alvo, pois *“informações claras, completas e que não induzam a erro sobre produtos financeiros na fase pré-contratual são precondição para que investidores sejam capazes de tomar decisões de investimentos embasadas”* (IOSCO, 2013b: p. 23, tradução livre). Embora seja desejável algum grau de padronização nos requisitos de divulgação de informações, há o reconhecimento de que a exigência de padronização possa resultar em linguagem *boilerplate* de pouca validade para os investidores (princípio 7). Por essa razão, reguladores devem considerar impor aos emissores ou distribuidores a disponibilização aos investidores de formulários padronizados e resumidos com informações-chave como ativos subjacentes, garantias disponíveis, riscos potenciais, indicadores qualitativos e quantitativos de riscos, retornos esperados em diferentes cenários, comparação com produtos alternativos, comissões e taxas devidas durante todo o ciclo de vida do produto, as circunstâncias que podem dar causa à resolução ou resgate antecipado e as condições para liquidação do produto antes do vencimento (princípio 8).

O decimo-quinto e último princípio diz respeito às práticas pós-venda. Há deveres aplicáveis aos intermediários nas relações com seus clientes, como o de informá-los periodicamente sobre o desempenho dos produtos e mudanças no *rating* de emissores e sobre a possibilidade de se desfazer do produto. Para os emissores e estruturadores, são recomendados a revisão regular dos produtos, a organização de mecanismos de resolução de reclamações e de solução de controvérsias envolvendo investidores e o desenvolvimento e divulgação de métodos de precificação para produtos sem mercados secundários profundos, principalmente quando o emissor exercer o monopólio da recompra do produto. Os reguladores podem impor um prazo para que os clientes possam refletir sobre os produtos recém-adquiridos, cancelando ou rescindindo as compras sem custo (*cooling-off*). Como recurso extremo e de última instância, os reguladores devem considerar a proibição de determinados produtos a alguns grupos de clientes.

Em geral, os requisitos de divulgação de informações variam muito entre os ramos securitário, bancário e no mercado de capitais. Como as inovações financeiras tendem a diminuir as barreiras entre esses mercados, frequentemente os produtos distribuídos por esses diferentes setores são substitutos em algum grau, mas a forma como as informações são apresentadas dificulta a comparabilidade entre produtos. Esse problema é especialmente grave para os clientes de varejo, presumivelmente em situação de hipossuficiência informacional frente à cadeia de intermediação de produtos e serviços financeiros.

A fim de ampliar a clareza nas informações prestadas, mitigar conflitos de interesses, uniformizar os requerimentos de divulgação em diferentes setores e, com isso, facilitar a comparação de produtos e serviços, o JOINT FORUM (2014)<sup>192</sup> elaborou oito recomendações a respeito da forma, extensão e tempo no qual as informações devem ser apresentadas aos clientes de varejo. Tais recomendações refletem a constatação de que, mesmo quando toda informação materialmente relevante é disponibilizada, os clientes de varejo não dispõem de tempo, recursos e/ou capacidade de análise. Por essa razão, as informações prestadas devem ser complementadas por relatórios resumidos, em linguagem acessível e com algum grau de padronização, que destaquem as características mais relevantes dos produtos e serviços ofertados.

A primeira recomendação é que as jurisdições considerem exigir que os intermediários preencham relatórios concisos, sob a forma escrita ou eletrônica, contendo informações sobre cada produto ou serviço ofertado. Os formulários devem ser apresentados aos clientes livres de custos e antes da conclusão de negócios (recomendação 2). A terceira recomendação diz respeito aos aspectos que devem necessariamente constar desses relatórios, como custos, riscos, benefícios financeiros esperados e ativos de referência ou subjacentes. A linguagem deve ser simples, clara, honesta e não induzir a erros, a fim de ser compreendida pelos clientes (recomendação 4). Os formulários podem conter algum grau de padronização quanto ao que deve ser informado visando a facilitar a comparação com produtos e serviços alternativos (recomendação 5). Também deve restar claro que os

---

<sup>192</sup> JOINT FORUM, The (2014). *Point of Sale disclosure in the insurance, banking and securities sector*. April, 2014. Disponível em <https://www.bis.org/publ/joint35.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

relatórios resumidos não são exaustivos, com menção a referências para informações adicionais (recomendação 6) e identificação do responsável pela elaboração do documento (recomendação 7). Por fim, a recomendação 8 diz respeito à necessidade de coordenação e cooperação entre reguladores para a implementação da exigência de formulários padronizados e concisos.

O Anexo 5 (JOINT FORUM: 2014, pp. 31-32) enumera os aspectos que obrigatoriamente devem constar dos documentos entregues aos clientes antes da conclusão do negócio: público-alvo, inclusive quanto ao perfil de risco, tipo de produto e respectivo regime jurídico, identificação de contrapartes e dos intermediários que estruturaram o produto, objetivos do produto, riscos (incluindo risco de liquidez) e retorno esperado do produto, eventual existência de garantia, possibilidade de cancelamento de compra, resolução e resilição e taxas e emolumentos devidos pelos clientes.

Em setembro de 2015, a IOSCO criou a Força Tarefa de Condutas de Mercado (Força Tarefa) para avaliar a regulação de condutas em mercados atacadistas, nos quais se presume que os dois polos negociais sejam profissionais com elevado grau de sofisticação e conhecimento sobre produtos e serviços financeiros. Segundo a IOSCO (2017)<sup>193</sup>, muito embora as jurisdições presumam a igualdade entre as partes nos mercados atacadistas, a Força Tarefa reconhece a existência de assimetrias de informações, capacidade técnica e poder de barganha que podem incentivar má conduta, entendida como “*comportamentos e práticas que são inconsistentes com as leis, regulamentos, princípios e objetivos da regulação do mercado financeiro das jurisdições, os quais foram desenvolvidos para enfrentar falhas de mercado efetivas ou potenciais.*” (IOSCO, 2017: p. 4, tradução livre), o que resulta em ineficiência e maior risco sistêmico.

A regulação de condutas em mercados atacadistas apresenta uma série de dificuldades. Em primeiro lugar, os negócios são realizados predominantemente em ambientes de balcão e

---

<sup>193</sup> INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017). *IOSCO Task Force Report on Wholesale Market Conduct.* June, 2017. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD563.pdf>. Acesso em 02.11.2019.

os produtos tendem a ser mais complexos, prejudicando a identificação de distorções de preços. Em segundo lugar, o grande porte e a complexidade das instituições atuantes em mercados de atacado aumentam os custos da realização de uma vigilância efetiva, além de obstaculizar a individualização de condutas para aplicação efetiva de penalidades. Em terceiro lugar, o conflito de interesses inerente à relação entre *market makers* e seus clientes impede que se diferenciem distorções de preços causadas por condutas inadequadas das causadas pela concentração de mercado na intermediação financeira. Por fim, em decorrência da crescente automação, muitas decisões são programadas por algoritmos, não pessoas.

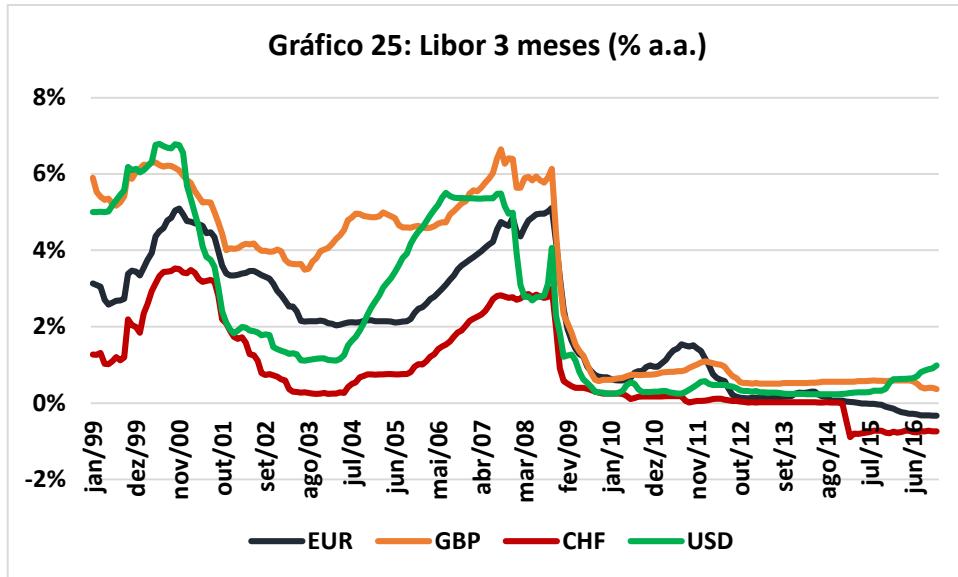
Devido à pouca disponibilidade de dados públicos disponíveis em tempo real, a confiança é essencial para que investidores se fiem nos mercados de atacado e os preços refletem as forças de oferta e demanda. O objetivo da Força Tarefa é identificar regulações que reforcem condutas como a honestidade, a defesa da integridade de mercado, a divulgação e a mitigação de conflitos de interesse, competência, diligência, comunicação e confidencialidade (clareza e tempestividade para tomada de decisões embasadas).

Em suma, além dos deveres de conduta gerais de informação, lealdade e honestidade (IOSCO, 1990), na relação com clientes de varejo, os intermediários financeiros devem avaliar a adequação dos produtos e serviços distribuídos (JOINT FORUM, 2008; IOSCO, 2013a), fornecendo tempestivamente relatórios que resumam os principais atributos daquilo que é ofertado (JOINT FOMUM, 2014). Adicionalmente, nos produtos estruturados destinados a clientes de varejo (IOSCO, 2013b), é necessário envolver toda a cadeia de intermediação e, na distribuição de produtos complexos, a avaliação de adequação deve ser mais detalhada, podendo inclusive ser estendida a clientes de atacado (IOSCO 2013a).

### **3.2 DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO NA UNIÃO EUROPEIA**

Alguns dos centros financeiros mais importantes do mundo, como Frankfurt, Paris, Londres e Zurich, estão localizados na Europa. Embora a Suíça não pertença à União Europeia, seus mercados financeiros e de capitais são altamente integrados com os países da União Europeia, caminho que provavelmente será seguido pelo Reino Unido após o *Brexit*. Por essa razão, na União Europeia há grande difusão de inovações financeiras de primeira geração, as quais contribuíram decisivamente para o crescimento muito intenso do endividamento privado na década de 2000 (vide item 2 do Capítulo II). Adicionalmente, há dois fatores conjunturais extremamente relevantes, a implantação do euro (EUR) a partir de 1999 e a incorporação de nações emergentes do leste europeu a partir de 2004.

Nos países da periferia da zona do euro, como Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal, a implantação de uma moeda lastreada na força econômica e credibilidade da Alemanha derrubou a inflação e as taxas de juros para patamares inéditos (Gráfico 25), impulsionando a contratação de financiamentos de longo prazo atrelados às taxas de depósitos interbancários de curto e médio-prazo, como a Libor (*London Interbank Offered Rate*) e a Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*), as quais são fortemente correlacionadas às taxas praticadas pelos bancos centrais. Para os tomadores, isso permitia beneficiar-se do ciclo de queda nas taxas de juros, mas implicava risco de encarecimento dos empréstimos ou mesmo insolvência caso o BCE viesse a elevar as taxas de juros. Entre 2005 e 2008, o BCE aumentou as taxas de juros visando a diminuir o ritmo de expansão do crédito e combater os efeitos inflacionários da expansão econômica acarretada pelo ciclo de crédito. Diante do cenário de alta das taxas de juros, diversas instituições financeiras passaram a ofertar, voluntariamente ou por imposição legal, derivativos e produtos estruturados voltados ao *hedge* contra alta nas taxas de juros dos empréstimos bancários.



Fonte: BCB<sup>194</sup>

O BANCO DE ESPAÑA (2010: pp. 115-119)<sup>195</sup> agrupa esses produtos em três categorias: i. opções do tipo “*cap*”, em que o cliente paga um prêmio para limitar a taxa de juros a um determinado teto, podendo se beneficiar de eventual queda nas taxas de juros; ii. *swaps* de taxas de juros, que travam o custo dos empréstimos ou modificam o índice de correção do saldo devedor (p. ex. inflação); iii. estratégias do tipo “*collar*”, que consistem na combinação de opções do tipo “*cap*” e “*floor*”, limitando a flutuação das taxas de juros a uma determinada banda. Nos *collars*, uma contraparte arca com o risco de pequenas variações no ativo subjacente e a outra com o risco de quedas ou aumentos que extrapolam as bandas. Quando se espera alta das taxas de juros, as opções “*cap*” se tornam mais caras porque oferecem proteção contra algo provável, enquanto as opções “*floor*” ficam baratas devido à grande probabilidade de não serem exercidas ou, no jargão do mercado, virar pó. Por conter opção “*floor*”, os “*collars*” eram significativamente mais baratos, sendo amplamente contratados. A competição entre instituições financeiras resultou na oferta de *collars* contendo diversas opções “*floor*”. Apesar de serem ainda mais baratos,

<sup>194</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Série 3848. Acesso em 29.10.2019.

<sup>195</sup> BANCO DE ESPAÑA (2010). *Memoria del Servicio de Reclamaciones 2009*. Madrid, 2010. Disponível em <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/09/Fich/MSR2009.pdf>. Acesso em 01.11.2019.

magnificavam as perdas se as taxas de juros caíssem abaixo da barreira, evento que parecia extremamente improvável.

Em cenários de normalidade, as variações das taxas de juros (e de câmbio) são relativamente pequenas, tornando estratégias do tipo *collar* uma forma barata e eficiente de se fazer *hedge*. Embora já houvesse previsão de crise financeira, a intensidade dos eventos que sucederam à quebra do *Lehman Brothers* foi inesperada. O pânico causou fuga de depositantes para instituições mais sólidas, aumentando abruptamente as taxas de juros do mercado interbancário, forçando os principais bancos centrais a baixarem as taxas de juros rapidamente e para níveis historicamente baixos (Gráfico 25) a fim de irrigar os mercados financeiros com liquidez e impedir o efeito-contágio.

A queda nas taxas de juros acarreta redução dos encargos financeiros dos empréstimos com taxas flutuantes. Nas operações com *hedge* perfeito, isso seria compensado com aumento das despesas financeiras com derivativos. Nos *collars*, as perdas com derivativos excediam os ganhos com a diminuição dos encargos financeiros. Esse processo foi agravado pelo eventual descasamento entre as datas de vencimento dos empréstimos e dos derivativos e pelos efeitos da crise econômica no emprego e na renda. Essa situação paradoxal guarda fortes similaridades com o que ocorreu no Brasil em 2008, quando a depreciação cambial resultou em perdas bilionárias para grandes empresas exportadoras, que haviam contratado derivativos com estrutura similar para se protegerem da apreciação cambial em uma conjuntura na qual a depreciação do real parecia improvável.

Nos países do antigo bloco socialista recém-admitidos à União Europeia, a integração econômica ampliou o acesso dos bancos locais aos grandes centros financeiros europeus, aumentando a oferta de financiamentos de prazo mais longo atrelados às moedas estrangeiras nas quais estavam denominados os passivos bancários (EUROPEAN COMMISSION, 2011, pp. 48-49)<sup>196</sup>, como euro (EUR), libra esterlina (GBP) e franco suíço (CHF), sujeitando tomadores ao risco de desvalorização das moedas locais, o que

<sup>196</sup> EUROPEAN COMMISSION (2011). *IMPACT ASSESSMENT ANNEXES 1-5*. Brussels: 31.03.2019, pp. 48-49. Disponível em [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b29bfb32-f8e5-4aef-97ab-666593cccdad.0001.01/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b29bfb32-f8e5-4aef-97ab-666593cccdad.0001.01/DOC_1&format=PDF). Acesso em 01.11.2019.

veio a ocorrer na crise de 2008. Novamente, há semelhança com o aumento no saldo devedor dos contratos de *leasing* para aquisição de veículos indexados ao dólar devido ao fim do regime de bandas cambais e consequente desvalorização do real em 1999.

O desemprego e a queda na renda causados pela crise econômica causaram três impactos no mercado de crédito: i. diminuição na rentabilidade dos financiamentos já contratados devido ao aumento da inadimplência; ii. diminuição na demanda por linhas de crédito de prazo mais longo; iii. aumento da demanda por empréstimos para cobrir a queda inesperada na renda. Como estratégia defensiva para manter a lucratividade, as instituições financeiras restringiram a oferta de linhas de crédito de menores margens e aumentaram as taxas de juros do crédito rotativo e do empréstimo pessoal sem garantias. Esse processo é análogo ao que ocorreu no Brasil a partir da crise de 2015, quando houve forte aumento das taxas de juros do cartão de crédito e do cheque especial, acarretando intervencionismo inédito do CMN e do BCB (vide subitem 3.1 do Capítulo III).

O que há em comum em todos esses casos é que os benefícios econômicos imediatos são facilmente identificáveis, mas como os custos e riscos são de médio e longo prazo, vieses emocionais como otimismo excessivo e a miopia de longo prazo levam os indivíduos a subestimar riscos, o que é agravado pelo comportamento de manada, inclusive dos intermediários financeiros (vide item 4 do Capítulo I).

As normas de conduta que os intermediários financeiros devem observar são praticamente idênticas em todos os países da União Europeia. Isso ocorre porque há transposição quase literal dos textos de Diretivas comunitárias ou mera menção às Diretivas nas legislações dos países-membro. Por essa razão, serão analisados somente os textos das Diretivas, com destaque apenas para as especificidades de alguns países. Embora o Tribunal de Justiça da União Europeia (TJUE) procure uniformizar entendimentos, as diferenças de abordagem a problemas similares persistem devido às distintas regras de Direito Privado, de papel dos reguladores e de interpretações dos tribunais.

Espanha, Portugal, Itália e Reino Unido foram nações nas quais houve intensa judicialização de financiamentos com taxas de juros flutuantes coligados a derivativos que ofereciam hedge apenas para variações limitadas das taxas de juros. Nas quatro jurisdições, houve provimentos favoráveis aos prestatários que comprovadamente acreditaram ter contratado derivativo que oferecia proteção contra todo tipo de variação nas taxas de juros. Reino Unido e Espanha deram grande ênfase às regras de conduta impostas pelas Diretivas relativas aos Mercados de Instrumentos Financeiros (DMIF, cuja sigla em inglês é MiFID). No Reino Unido, a entidade reguladora de condutas, a “*Financial Conduct Authority*” (FCA), teve papel decisivo na identificação e cálculo das reparações, que não se restringiram à declaração de invalidade dos derivativos. Na Espanha, a sanção para o descumprimento dos deveres estipulados na DMIF foi a invalidade por erro ou dolo. Em financiamentos não sujeitos à DMIF, os tribunais espanhóis valeram-se de aplicação analógica da DMIF para anular algumas cláusulas, o que equivale economicamente à anulação de derivativos coligados a financiamentos. Em Portugal e Itália, as regras de Direito Privado foram preponderantes. Em Portugal, aplicou-se a resolução por alteração anormal das circunstâncias, enquanto na Itália o caminho adotado foi a anulação por ausência de causa concreta.

### 3.2.1 NORMAS VIGENTES NO INÍCIO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008

#### 3.2.1.1 Diretiva 87/102, relativa a contratos de crédito aos consumidores

A Diretiva 87/102 do Conselho Europeu foi a primeira norma europeia relativa à proteção de consumidores tomadores de crédito, sendo aplicável à maioria dos financiamentos concedidos antes da crise de 2008. O art. 1º, 2, a, definia consumidores como pessoas físicas que tomam crédito para objetivos alheios à atividade comercial ou profissional. O art. 2º excluía as seguintes modalidades de crédito: a) imobiliário, incluindo reforma, b) arrendamento mercantil em que não houvesse previsão de transferência da propriedade ao final do contrato, c) créditos sem cobrança de taxas de juros ou qualquer outro custo, d) contratos de crédito sem cobrança de juros, desde que a liquidação ocorresse em pagamento único, e) adiantamentos sobre contas correntes, f) contratos de crédito de montante inferior a 200 ou superior a 20.000 ECUs (*European Currency Unit*), unidade de conta que foi substituída pelo euro à taxa de 1:1, g) contratos de crédito em que o consumidor tivesse de reembolsar o crédito em até três meses ou em no máximo quatro pagamentos, em um período que não excedesse doze meses.

Em outras palavras, entre as operações de crédito mais importantes para as pessoas físicas, a norma não abrangia créditos de baixo valor e vendas a prazo mais corriqueiras, nem financiamentos imobiliários. No primeiro caso, pela própria simplicidade das operações, que não demandam proteção mais rígida e, no caso do financiamento imobiliário, porque historicamente essa modalidade de crédito tinha recursos assegurados pelo direcionamento de recursos de depósitos de menor remuneração e taxas de juros limitadas a um pequeno *spread* sobre o rendimento desses depósitos. Nesse sentido, a expansão dos financiamentos imobiliários com taxas de juros flutuantes e/ou atrelados a moedas estrangeiras ocorreu sem que houvesse nível adequado de proteção aos tomadores de recursos.

A Diretiva 87/102 não tratava da adequação do crédito às necessidades ou solvabilidade dos consumidores, limitando-se a estipular algumas informações essenciais a serem disponibilizadas aos consumidores, como a taxa anual de encargos efetiva global e

respectivas condições de alteração ou, caso as taxas de juros não pudessem ser alteradas, comunicação explícita a esse respeito (art. 4º), e a garantia da possibilidade de quitação antecipada com redução equitativa no custo total do crédito (art. 8º). Nos contratos de crédito rotativo em conta corrente, a instituição financeira deveria informar o eventual limite de crédito, encargos no momento de contratação e eventuais modificações ao longo do contrato e forma de pôr termo ao contrato (art. 6º). Nos contratos de crédito para aquisição de bens, os consumidores deveriam ser informados sobre as condições em que os bens poderiam ser retomados, respeitada a determinação de que o acerto de contas entre as partes não resultasse em enriquecimento sem causa para o credor (art. 7º).

Além da transposição da Diretiva, alguns países limitavam as taxas de juros de financiamentos, considerando usurários os juros que excedessem esses limites. Na França, o art. L. 314-6 do Código de Consumo estipula como teto de taxa de juros 133% da taxa anual de encargos efetiva global (TAEG) aplicada no trimestre anterior para operações de natureza semelhante que envolvam riscos semelhantes<sup>197</sup>. Na Itália, o art. 2º da Lei 108/1996 estipula como teto de taxa de juros 150% da TAEG aplicada no trimestre anterior para operações de categorias homogêneas, conceito que leva em conta a natureza, objeto, valor, prazo e garantia dos empréstimos<sup>198</sup>. De acordo com o art. 4º, sanção para os juros usurários é a nulidade e os juros não são devidos<sup>199</sup>. Interessante desses modelos é que não há limite superior absoluto e permanente, pois isso poderia engessar o mercado. O que as normas fazem é apenas limitar a velocidade de aumento de taxas de juros, dando tempo para adaptação dos tomadores de recursos.

Na Romênia, houve expansão de financiamentos imobiliários com prestações iniciais

<sup>197</sup> L. 314-6 du code de la consommation, « constitue un prêt usuraire tout prêt conventionnel consenti à un taux effectif global qui excède, au moment où il est consenti, de plus du tiers, le taux effectif moyen pratiqué au cours du trimestre précédent par les établissements de crédit et les sociétés de financement pour des opérations de même nature comportant des risques analogues, telles que définies par l'autorité administrative après avis du Comité consultatif du secteur financier.

<sup>198</sup> Art. 2º (...) 2. La classificazione delle operazioni per categorie omogenee, tenuto conto della natura, dell'oggetto, dell'importo, della durata, dei rischi e delle garanzie è effettuata annualmente con decreto del Ministro del tesoro, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi e pubblicata senza ritardo nella Gazzetta Ufficiale. (...) 4. Il limite previsto dal terzo comma dell'articolo 644 del codice penale, oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito nel tasso medio risultante dall'ultima rilevazione pubblicata nella Gazzetta Ufficiale ai sensi del comma 1 relativamente alla categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentato della metà.

<sup>199</sup> Art. 4 1. Il secondo comma dell'articolo 1815 del codice civile è sostituito dal seguente: "Se sono convenuti interessi usurari, la clausola è nulla e non sono dovuti interessi".

relativamente baixas e, a partir do quarto ano de vigência contratual, incidência de taxas de juros com metodologia cálculo imprecisa e, portanto, suscetível ao arbítrio dos prestamistas. Na Hungria, a maioria dos financiamentos imobiliários ou com garantia em imóveis concedidos na década de 2000 tinha saldo corrigido pelo franco suíço, pois as taxas de juros nessa moeda eram ainda menores que as do euro (Gráfico 25). Como uma das consequências da crise de 2008 foi a depreciação das moedas de países emergentes como o forinte húngaro (HUF), houve forte aumento do custo desses empréstimos, cuja inadimplência chegou a 20%. Além disso, empresas de menor porte que haviam tomado empréstimos com garantia em imóveis passaram a enfrentar graves dificuldades (MULLER et al, 2014: pp. 47 e 49)<sup>200</sup>.

Tem origem na Hungria julgado paradigmático do TJUE, relativo ao enquadramento normativo e aos deveres das instituições financeiras nos empréstimos corrigidos por moedas estrangeiras, no caso, um financiamento para aquisição de veículo. A Quarta Seção do TJUE decidiu que os empréstimos com mensalidades atreladas a divisas estrangeiras não são serviços de investimentos e, portanto, não estão sujeitos à Diretiva 2004/39 (vide subitem 2.1.3 deste Capítulo), existindo, por essa razão, obrigação de avaliar a adequação ou o caráter apropriado do serviço a prestar<sup>201</sup>. Também em empréstimo originado na Hungria, a Quarta Seção do TJUE considerou abusiva uma cláusula inserta em contrato de mútuo hipotecário que não era clara sobre a disponibilização do empréstimo pela taxa de câmbio de compra e o pagamento das prestações pela taxa de câmbio de venda, resultando em *“exclusão das cláusulas relativas ao objeto principal do contrato ou à adequação do preço ou da remuneração desde que sejam redigidas de maneira clara e compreensível (...)”*<sup>202</sup>.

Na Finlândia, um teste de estresse realizado pelo regulador constatou que parte relevante dos tomadores de empréstimos imobiliários comprometeria parcela muito elevada da renda em caso de alta das taxas de juros, um indicativo de inadequação dos financiamentos a

<sup>200</sup> MULLER, Patrice; DEVNANI, Shaan; HEYS, Richard; SUTER, James (2014). *Consumer Protection Aspects of Financial Services*. DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL POLICIES. POLICY DEPARTMENT A: ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY: February, 2014. Disponível em [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO\\_ET\(2014\)507463\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO_ET(2014)507463_EN.pdf). Acesso em 16.06.2018.

<sup>201</sup> TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-312/14*. Relatora A. Prechal, 4<sup>a</sup> Seção, 03.12.2015.

<sup>202</sup> TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-26/13*. Relatora A. Prechal, 4<sup>a</sup> Seção, 30.04.2014.

taxas de juros flutuantes a esses clientes. Na Irlanda, as instituições financeiras incentivaram consumidores a trocar as taxas de juros de seus contratos de pré-fixadas para pós-fixadas sem informar sobre a irrevocabilidade dessa alteração, induzindo diversos prestamistas a tomar decisões com base em crença equivocada (MULLER et al, 2014, p. 47). O Banco Central das Irlanda concluiu que as avaliações de adequação realizadas por especialistas em financiamentos imobiliários eram vagas e genéricas, sem análise específica sobre a capacidade de pagamento de cada tomador ao longo do tempo (CENTRAL BANK OF IRELAND, 2010a)<sup>203</sup>.

Na Espanha, por ser o país da zona do euro com maior expansão no endividamento privado na década de 2000, originaram-se diversos casos paradigmáticos. Como ocorreu na Romênia, o BANCO DE ESPAÑA (2009, pp. 107-108, tradução livre)<sup>204</sup> identificou instrumentos contratuais com redação “*confusa e suscetível de induzir a erro acerca da interpretação das condições aplicáveis à operação*”, que deveriam ser interpretadas favoravelmente aos prestatários em decorrência do art. 1.128 do Código Civil da Espanha<sup>205</sup>, dispositivo análogo ao inciso IV do §1º do art. 113 e ao art. 423 do Código Civil do Brasil<sup>206</sup>. O BANCO DE ESPAÑA (2009) também identificou, nos financiamentos imobiliários, alterações unilaterais de taxas cobradas, vendas casadas com apólices de seguros e embarcações à liquidação antecipada.

Visando a limitar o risco de taxas de juros suportado pelos prestatários, o art. 19 da Lei 36/2003 passou a determinar que, nas propostas de financiamentos imobiliários com taxas de juros flutuantes, as instituições financeiras ofertassem “*ao menos um instrumento*,

---

<sup>203</sup> CENTRAL BANK OF IRELAND (2010a) *Financial Regulator concerned about delays in paying home insurance claims*. Dublin: May, 2010. Disponível em <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/consumer-protection/compliance-monitoring/themed-inspections/retail-intermediaries/gns4-2-1-2-info-rel-rev-mtggges-ref-spec-ldrs-m-int.pdf?sfvrsn=6>. Acesso em 10.10.2019.

<sup>204</sup> BANCO DE ESPAÑA (2009). *Memoria del Servicio de Reclamaciones 2008*. Madrid, 2009. Disponível em <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/08/Fic/2008msr.pdf>. Acesso em 01.11.2019.

<sup>205</sup> A interpretação de cláusulas obscuras de um contrato não deverá favorecer a parte que tenha causado a obscuridade, tradução livre a partir de “*La interpretación de las cláusulas obscuras de un contrato no deberá favorecer a la parte que hubiese ocasionado la oscuridad.*”

<sup>206</sup> CC, Art. 113. (...) § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que: (...) IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; (...) Art. 423. Quando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente.

*produto ou sistema de cobertura do risco de incremento da taxa de juros, sempre que este resulte adequado para o cliente, em conformidade com o estabelecido no artigo 79 bis da Lei 24/1998 (...)"<sup>207</sup>.*

Também na Espanha, alguns bancos ofertavam financiamentos imobiliários multidivisas, nos quais periodicamente os prestatários tinham a faculdade de optar, mediante pagamento de comissão de corretagem de taxa de câmbio, pela modificação da moeda de denominação do saldo devedor. Antes da crise financeira de 2008, a vantagem consistia na possibilidade de o tomador incorrer em taxas de juros inferiores às do euro, como franco suíço e dólar norte-americano, com a contrapartida de incorrer no risco cambial. A instabilidade causada pela crise de 2008 aumentou significativamente os encargos de muitos desses empréstimos.

Em sua primeira decisão sobre financiamentos imobiliários multidivisas, o Tribunal Supremo da Espanha entendeu que as hipotecas multidivisas eram derivativos complexos sujeitos aos dispositivos da Lei do Mercado de Valores transpostos a partir da Diretiva 2004/39 (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo) referentes aos deveres de informação e de adequação. Como nesses financiamentos a avaliação de adequação não costumava ser realizada, as cláusulas multidivisas foram consideradas nulas por erro de consentimento e a instituição financeira teve de restituir valores recebidos a maior<sup>208</sup>. Após o TJUE decidir que financiamentos em moedas estrangeiras não são instrumentos financeiros sujeitos à Diretiva 2004/39, o Tribunal Supremo espanhol modificou o fundamento de sua jurisprudência, passando a entender que, embora não sujeitos à Diretiva 2004/39, os financiamentos multidivisas são um produto complexo para consumidores. Isso ocorre porque, embora seja razoável entender que uma depreciação do euro aumente o saldo devedor e as prestações, o cálculo não é simples. Além disso, a maioria desses contratos tinha cláusulas conferindo às instituições financeiras a faculdade de resolver os contratos se o euro se desvalorizasse acima de um patamar. No caso concreto, o Tribunal Supremo entendeu que a falta de transparência da cláusula de correção cambial afrontava a boa-fé e

---

<sup>207</sup> Tradução livre a partir de: *Artículo decimonoveno Instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés de los préstamos hipotecarios (...)*

*2. Las entidades a que se refiere el apartado anterior ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés, siempre que este resulte adecuado para el cliente, de conformidad con lo establecido en el artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores .*

<sup>208</sup> TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 323/2015*. Pleno de la Sala Primera, Madrid, 30.06.2015.

que a instituição bancária não explicou adequadamente a natureza dos riscos associados à correção cambial e as graves consequências da materialização desses riscos<sup>209</sup>.

A Banca d’Italia, banco central italiano, determinou que um banco suspendesse a emissão de cartões de crédito das bandeiras “American Express” e “Diners” porque, uma vez que o cliente incorresse no saldo rotativo, os juros incidiam sobre todo o saldo devedor, inclusive o não vencido, o que induzia os prestatários a erro, porque as taxas de juros resultavam maiores do que se razoavelmente poderia esperar. Além disso, em algumas situações, as taxas de juros excediam o limite da lei da usura<sup>210</sup>.

No Reino Unido, em estudo sobre crédito pessoal sem garantias, o OFFICE OF FAIR TRADING (2013)<sup>211</sup> constatou que a taxa de juros média, considerando encargos embutidos de diversas formas, era de 25% ao mês. Entre os prestatários, havia elevado percentual de tomadores sistemáticos e o índice de inadimplência era de cerca de um terço. Além disso, constatou que a maioria dos emprestadores não forneciam aos consumidores informações importantes sobre custos e condições dos empréstimos antes da efetiva aprovação das propostas, de modo que “(...) os consumidores podem não ser capazes de tomar decisões informadas sobre a adequação do empréstimo para suas circunstâncias individuais ou procurar o melhor negócio” OFFICE OF FAIR TRADING (2013, p. 17)<sup>212</sup>. Na Finlândia, as taxas de juros médias desses empréstimos rotativos ou de fácil aprovação chegavam a quase 1.000% ao ano (MULLER et al, 2014: p. 58).

---

<sup>209</sup> TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 608/2017*. Pleno de la Sala Primera, Madrid, 15.11.2017.

<sup>210</sup> BONINI, Carlo (2010). *Carte di credito nella bufera stop Bankitalia a Amex e Diners*. La Repubblica: 09.04.2010. Disponível em [https://www.repubblica.it/economia/2010/04/09/news/carte\\_credito-3212159/?refresh\\_ce](https://www.repubblica.it/economia/2010/04/09/news/carte_credito-3212159/?refresh_ce). Acesso em 01.10.2019.

<sup>211</sup> OFFICE OF FAIR TRADING (2013). *Payday lending: Compliance review: final report*. March, 2013. Disponível em [https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402161746/http://oft.gov.uk/shared\\_oft/Credit/oft1481.pdf](https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402161746/http://oft.gov.uk/shared_oft/Credit/oft1481.pdf). Acesso em 01.11.2019.

<sup>212</sup> Tradução livre de “(...) consumers may not be able to make informed decisions about the suitability of the loan for their individual circumstances or to shop around for the best deal.”

### 3.2.1.2 Diretivas 2004/39 e 2006/73 (DMIF/MiFID I), relativas aos mercados de instrumentos financeiros

A primeira norma comunitária relativa aos deveres de conduta dos intermediários financeiros na distribuição de instrumentos financeiros foi a Diretiva 1993/22, que continha deveres de informação genéricos, sendo revogada pela Diretiva 2004/39, que, complementada pela Diretiva 2006/73 (DMIF I), era a norma vigente na União Europeia antes da crise financeira de 2008. As Diretivas 2004/39 e 2006/73 (DMIF I) aprofundaram e detalharam os princípios contidos em IOSCO (1990), como as informações necessárias para a realização da avaliação de adequação e disposições específicas para a distribuição de instrumentos financeiros complexos, o que iria estar presente apenas em IOSCO (2008). A DMIF I contribuiu para que, antes da crise de 2008, o grau de proteção de clientes de varejo na União Europeia fosse significativamente mais elevado que nos Estados Unidos, não impedindo, entretanto, a distribuição em larga escala de produtos inadequados aos clientes.

O Anexo I da Diretiva 2004/39 definia os serviços e atividades de investimento (Seção A), serviços auxiliares (Seção B) e instrumentos financeiros (Seção C). Os serviços e atividades de investimento são recepção, transmissão e/ou execução de ordens por conta de clientes, negociação por conta própria, gestão de carteiras, consultoria para investimentos, tomada firme de instrumentos financeiros, colocação de instrumentos financeiros com ou sem garantia e exploração de sistemas de negociação multilateral (cuja sigla em inglês é MTF). Os serviços auxiliares, por sua vez, são:

- 1) Custódia e administração de instrumentos financeiros por conta de clientes, incluindo a guarda e serviços conexos como a gestão de tesouraria/de garantias;
- 2) Concessão de créditos ou de empréstimos a investidores para lhes permitir efetuar transações sobre um ou mais instrumentos financeiros, transações essas em que intervenha a empresa que concede o crédito ou o empréstimo;
- 3) Consultoria a empresas em matéria de estrutura do capital, de estratégia empresarial e questões conexas e consultoria e serviços em matéria de fusão e aquisição de empresas;

- 4) Serviços cambiais, sempre que este serviço estiver relacionado com a prestação de serviços de investimento;
- 5) Estudos de investimento e análise financeira ou outras formas de consultoria geral relacionada com transações de instrumentos financeiros;
- 6) Serviços ligados à tomada firme;
- 7) Serviços e actividades de investimento, bem como serviços auxiliares (...), relativos aos elementos subjacentes aos derivados (...), caso estes estejam ligados à prestação de serviços de investimento ou auxiliares.

A definição de instrumentos financeiros incluía valores mobiliários, instrumentos do mercado monetário, unidades de participação em organismos de investimento coletivo, contratos financeiros por diferenças e derivativos financeiros, de mercadoria e de crédito, liquidados mediante entrega física ou pagamento em dinheiro. Portanto, a concessão de crédito e oferta de seguros não estavam sujeitos à DMIF I, havendo uma zona cinzenta para financiamentos concedidos conjuntamente com instrumentos financeiros.

O Anexo II da Diretiva 2004/39 definia cliente profissional como aquele “*(...) que dispõe da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorre*”, considerando como profissionais as “*entidades que necessitam de ser autorizadas ou regulamentadas para operar nos mercados financeiros*”, como instituições financeiras, seguradoras, fundos de pensão e organismos de investimento coletivo, grandes empresas, organismos internacionais, governos nacionais e regionais. Os clientes profissionais podem, mediante pedido, solicitar tratamento como clientes não profissionais, a fim de desfrutar de maior grau de proteção.

Clientes não profissionais também podem solicitar tratamento como clientes profissionais, desde que a empresa de investimento realize “*avaliação adequada da competência, experiência e conhecimentos do cliente*”, concluindo que este tem condições de tomar as próprias decisões de investimento e compreender os riscos incorridos. Para tanto, no mínimo duas de três condições devem ser respeitadas: frequência média de dez transações

por trimestre nos últimos quatro trimestres, carteira de mais de quinhentos mil euros e trabalho por pelo menos um ano em cargo que exige conhecimento das transações para as quais o cliente solicita tratamento como profissional. Sempre que mudar de categoria, o intermediário financeiro deve informar sobre a diferença de grau de proteção proporcionado.

Do ponto de vista deste trabalho, o art. 19º da Diretiva 2004/39, localizado na Seção 2 do Capítulo II (disposições destinadas a assegurar a proteção de investidores, arts. 19º a 24º), era central por determinar as normas de conduta a serem seguidas na prestação de serviço de investimento a clientes, como os deveres de prestar informações e ofertar instrumentos financeiros adequados às necessidades dos clientes. A Diretiva 2006/73, que complementou diversos dispositivos da Diretiva 2004/39, detalhou o conteúdo do referido art. 19º nos arts. 26º a 43º. Entre outros aspectos, a Diretiva 2006/73 esmiuçava os deveres informacionais dos intermediários financeiros, as diferenças entre a verificação de caráter adequado ou apropriado dos produtos e serviços de investimento, e trazia uma exemplificação de instrumentos financeiros simples e complexos. Neste trabalho, trataremos conjuntamente das Diretivas 2004/39 e 2006/73, conhecidas como DMIF I.

Para Paulo CÂMARA (2008)<sup>213</sup>, a avaliação de adequação representou grande avanço em relação aos requisitos para publicação de prospectos, que não deram resposta suficiente em vista da complexidade de instrumentos financeiros que estavam surgindo desde o final do Século XX. Isso porque os prospectos são obrigatórios apenas para valores mobiliários submetidos à oferta pública, ao passo que muitos dos novos instrumentos financeiros não se enquadram no rol de valores mobiliários e/ou não são submetidos à oferta pública. Ademais, mesmo se as obrigações referentes aos prospectos fossem estendidas aos novos instrumentos financeiros, o próprio volume dos prospectos faria com que raramente fossem compreendidos pelo público a quem se destinam.

---

<sup>213</sup> CÂMARA, Paulo (2008). *O dever de adequação dos intermediários financeiros*. Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão. Volume II, pp. 1307-1324. Almedina, 2008.

O nº 1 do art. 19º da Diretiva 2004/39 determinava que os prestadores de serviços de investimento e serviços auxiliares atuassem “*de forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes*”. O art. 26º da Diretiva 2006/73 trazia os parâmetros para considerar que as remunerações, comissões e benefícios não pecuniários percebidos pelo intermediário não entrassem em conflito com os princípios enunciados no art. 19º.1 da Diretiva 2004/39. O objetivo era assegurar que a remuneração dos intermediários financeiros fosse divulgada de forma clara, completa, exata, compreensível e antes da prestação dos serviços.

Na Diretiva 2004/39, os deveres informacionais dos prestadores de serviços de investimento estavam disciplinados nos nºs 2 e 3 do art. 19º. Todas as informações deveriam ser corretas, claras, não induzirem a erro, com identificação das comunicações comerciais como tais. As informações prestadas deveriam permitir aos clientes e clientes potenciais a compreensão dos riscos, permitindo a tomada de decisões consciente. Quanto ao conteúdo, deveriam compreender informações sobre o próprio intermediário, os instrumentos financeiros e estratégias de investimento propostas, bem como avisos sobre os riscos inerentes, os espaços e as organizações de negociação, e os custos e encargos associados. Os arts. 27º a 34º da Diretiva 2006/73 detalhavam esses deveres, cabendo destacar que o art. 34º, nº 2, permitia que os prestadores de serviços de consultoria para investimentos presumissem que um cliente profissional “*consegue suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento conexos, em coerência com os seus objectivos de investimento*”.

O nº 4 do art. 19º da Diretiva 2004/39 estabelecia os contornos da avaliação de adequação ao determinar que os prestadores de serviços de consultoria para investimentos e gestão de carteiras apenas recomendassem aos clientes ou clientes potenciais os serviços de investimento e instrumentos financeiros adequados às suas necessidades, cabendo a esses intermediários financeiros “*obter as informações necessárias relativas aos conhecimentos e experiência do cliente ou cliente potencial em matéria de investimento no que respeita ao tipo específico de produto ou serviço em questão, bem como as relativas à sua situação financeira e aos seus objectivos de investimento*”.

Com relação às informações necessárias para a realização da avaliação de adequação, o art. 35º da Diretiva 2006/73 acrescentava a possibilidade de presunção de que os clientes profissionais tenham os conhecimentos e experiência necessários com instrumentos financeiros. Adicionalmente, explicitava que a análise da situação financeira demanda informações sobre os rendimentos regulares, ativos e seu grau de liquidez, bem como compromissos financeiros periódicos dos clientes ou clientes potenciais (art. 35º, nº 3). Já as informações sobre objetivos de investimento deviam levar em conta o período durante o qual o cliente deseja manter investimento, as preferências em relação ao risco e os objetivos de investimento propriamente ditos (art. 35º, nº 4). Por fim, os intermediários deveriam se abster de recomendar serviços de investimentos ou instrumentos financeiros quando não for possível obter as informações requeridas dos clientes ou clientes potenciais (art. 35º, nº 5).

Para serviços de investimento ou auxiliares que não envolvam a consultoria para investimentos e a gestão de carteiras, o nº 5 do art. 19º da Diretiva 2004/39 determinava a verificação do caráter apropriado<sup>214</sup>. Diferentemente da avaliação de adequação, a

---

<sup>214</sup> Na versão em inglês, a Diretiva 2004/39 utilizava a palavra “*suitable*” para a avaliação do número 4 do art. 19º e “*appropriate*” para a avaliação do número 5 do art. 19º, passando a usar as expressões “*assessment of suitability*” e “*assessment of appropriateness*” nas Diretivas 2006/73 e 2014/65 (DMIF II) e no Regulamento Delegado 2017/645 (RMIF), nomenclaturas reproduzidas nas normas transpostas, a “*Financial Services and Markets Act*” de 2000, e o *Conduct of Business Sourcebook*” da *Financial Conduct Authority* (FCA). Na versão em Português da Diretiva 2004/39, a palavra “adequado” é utilizada indistintamente para as avaliações dos art. 19º.4 e 19º.5. A Diretiva 2006/73 elimina tal imprecisão ao diferenciar a “avaliação do caráter adequado” (arts. 35º e 37º, que aprofundam o disposto no art. 19º.4 da Diretiva 2004/39) da “avaliação do caráter apropriado” (arts. 36º e 37º, que aprofundam o disposto no art. 19º.5 da Diretiva 2004/39). Já a Diretiva 2014/65 (DMIF II), art. 55º, e o Regulamento Delegado 2017/645 (RMIF), Seção 3 – arts. 54º a 58º, voltam a usar a mesma expressão, “avaliação de adequação”. O Código de Valores Mobiliários de Portugal menciona indistintamente “avaliação do caráter adequado” (Decreto-Lei 357-A/2007, que transpôs DMIF I) e “apreciação do caráter adequado” (Lei 35/2018) no art. 314º, estabelecendo requisitos adicionais para os serviços de gestão de carteiras e consultoria para investimento no art. 314º-A. Na versão em espanhol, a Diretiva 2004/39 utilizava as palavras “*conveniente*” e “*adecuado*” (art. 19º.4 e 19º.5, respectivamente), nomenclatura adotada pela Lei 47/2007 (art. 79 bis, 6 e 7, respectivamente), passando a usar “*evaluación de idoneidad*” e “*evaluación de conveniencia*”, a partir da Diretiva 2006/73 (arts. 35º e 37º e arts. 36º e 37º, respectivamente), o que se reflete no Real Decreto 217/2008 (arts. 72º e 73º, respectivamente), Real Decreto-lei 14/2018 e no Código do Mercado de Valores (arts. 212º e 213, respectivamente). Na versão em francês, a Diretiva 2004/39 utilizava o verbo “*convenir*” (“*convient*”, “*convenient*”), passando a usar as expressões “*évaluation de l'adéquation*” e “*évaluation du caractère approprié*” a partir da Diretiva 2006/73. O “*Code monétaire et financier*”, com modificações introduzidas pela “*Ordonnance n°2017-1107*”, de 22.06.2017, utiliza as expressões “*adéquat*” e “*approprié*” no art. 533-13. Na versão em italiano, a Diretiva 2004/39 utilizava indistintamente a palavra “*adatto*”, ao passo que a Diretiva 2006/73 usa as expressões “*valutazione dell'adeguatezza*” e “*valutazione dell'appropriatezza*”, ao passo que a Diretiva 2014/65 e o Regulamento Delegado 2017/645 utilizam as expressões “*valutazione dell'idoneità*” e “*valutazione dell'adeguatezza*”. O “*Regolamento intermediari Adottato con delibera n.*

avaliação do caráter apropriado leva em conta apenas os conhecimentos e a experiência dos clientes ou clientes potenciais com os produtos e serviços considerados, sem a necessidade de coletar informações sobre a situação financeira e os objetivos de investimento dos clientes ou clientes potenciais. Os prestadores de serviços devem alertar os clientes ou clientes potenciais quando considerarem os produtos e serviços inapropriados ao seu perfil. Se os clientes ou clientes potenciais não fornecerem as informações necessárias ou fornecerem informações insuficientes, os intermediários devem alertá-los da impossibilidade de avaliar se o produto ou serviço é apropriado. De maneira análoga ao art. 34º, nº 2, o art. 36º da Diretiva 2006/73 facultava às empresas de investimento presumir que os clientes profissionais tenham a experiência e os conhecimentos necessários para avaliar os riscos envolvidos em relação aos produtos e serviços aos quais o cliente está classificado como profissional.

Há dispensa de verificação do caráter apropriado quando a prestação de serviços consistir exclusivamente em execução e/ou recepção e transmissão de ordens, desde que o serviço seja prestado por iniciativa do cliente ou cliente em potencial, os instrumentos financeiros sejam não complexos, tais como ações admitidas à negociação em mercados regulamentados, instrumentos do mercado monetário, títulos de dívida que não incorporem derivativos e organismos de investimento coletivo em valores mobiliários<sup>215</sup> e o prestador de serviços de investimento tenha tomado providências para identificar, impedir, gerir e divulgar eventuais conflitos de interesses (Diretiva 2004/39, art. 19º, nº 6 e, no que diz respeito aos conflitos de interesses, art. 18º).

O art. 38º da Diretiva 2006/73, embora não defina instrumentos financeiros complexos, enuncia os elementos que permitem identificar instrumentos financeiros não complexos: a existência de mercados secundários a preços públicos que correspondam a preços de mercado ou a preços avaliados por sistemas de avaliação independentes do emitente (alínea b), responsabilidades que não excedem o custo de aquisição do instrumento (alínea c) e disponibilidade de informações adequadas sobre as características dos ativos financeiros

---

*20307 del 15 febbraio 2018*”, da CONSOB, mantém a nomenclatura do Regulamento 16190/2007, que utilizava a expressões da Diretiva 2006/73: “*adeguatezza*” (arts. 40 e 41) e “*appropriatezza*” (art. 42). Para efeito de clareza, neste trabalho, usaremos as duas expressões da Diretiva 2006/73, avaliação de adequação e do caráter apropriado, que correspondem, respectivamente, aos princípios 5 e 4 de IOSCO (2013a).

<sup>215</sup> Diferentemente do Brasil, na União Europeia os derivativos não são considerados valores mobiliários (Diretiva 2004/39, Anexo I, Seção C), embora, em geral, estejam sujeitos ao mesmo regulador de valores mobiliários.

que permitam a tomada de decisão informada, tendo em vista o grau de compreensão de um cliente não profissional médio (alínea d). Além disso, não podem ser considerados não complexos os derivativos, contratos diferenciais e valores mobiliários que, não sendo ações ou títulos de dívida, confirmam o direito à “*compra ou venda desses valores mobiliários ou que dêem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros índices ou indicadores*”. Paulo CÂMARA (2008, p. 1.322) lembra que, apesar das insistências para que os derivativos simples fossem classificados como instrumentos não complexos, isso não prosperou na redação final das diretivas.

A ausência de uma distinção clara entre instrumentos financeiros complexos e não complexos nas Diretivas 2004/39 e 2006/73, deu margem a dúvidas, levando o Comitê de Reguladores Europeus de Valores Mobiliários (CESR na sigla em inglês), que foi substituído pela Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (cuja sigla em inglês é ESMA) em 2011, a fazer uma consulta pública e produzir um guia para solucionar dúvidas a respeito da classificação de instrumentos financeiros como complexos e não complexos<sup>216</sup>, informando que:

- i. são não complexos, de acordo com o nº 6 do art. 19º da Diretiva 2004/39, as ações ordinárias e preferenciais admitidas à negociação em mercados regulados, instrumentos do mercado monetário e títulos de dívida pública e privada que não tenham derivativos embutidos e unidades de participação em instituições de investimento coletivo;
- ii. são complexos, de acordo com o art. 38º da Diretiva 2006/73, as ações conversíveis, direitos de subscrição para aquisição de ações e outros direitos que tornem a precificação de ações similar a derivativos, instrumentos do mercado monetário e títulos públicos e privados que contenham derivativos, produtos estruturados, contratos a diferenças e valores mobiliários que deem direito a comprar ou vender outros valores mobiliários cuja liquidação

---

<sup>216</sup> COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS – CESR (2009). *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*. Ref.: CESR/09-559, November, 2009. Disponível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_559.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf). Acesso em 19.06.2018.

- financeira seja determinada pelo preço de valores mobiliários, moedas, taxas de juros, mercadorias ou índices;
- iii. a classificação entre complexo e não complexo deve ser avaliada de acordo com os critérios do art. 38º da Diretiva 2006/73 em se tratando de ações não admitidas a negociação em mercados regulados ou negociadas fora da União Europeia, certificados de depósito de ações, certificados de depósito de títulos de dívida pública e privada ou outras formas de dívidas securitizadas e investimentos coletivos não classificados como unidades de participação em instituições de investimento coletivo.

Outra situação em que há dispensa de verificação da adequação ou caráter apropriado é quando o serviço seja “*proposto no quadro de um produto financeiro*” (o destaque é nosso) que já esteja sujeito a outras normas “*no que respeita à avaliação de risco dos clientes e/ou aos requisitos de informação*” (art. 19º, nº 9). Há que se atentar, entretanto, que as versões em português e francês induzem a erro ao utilizarem a expressão “no quadro de” / “*dans le cadre d'un*”. As outras versões, como inglês, espanhol e italiano, utilizam expressões (“*as part of*”, “*como parte de*”, “*come parte di*”, respectivamente) que sugerem relação mais estreita entre os produtos para que haja a dispensa de avaliação da adequação ou do caráter apropriado. O objetivo desse comando normativo é evitar que mais de uma norma discipline a avaliação de adequação.

Os intermediários também devem “*criar um registo que inclua o documento ou os documentos acordados entre a empresa e o cliente nos quais se enunciem os direitos e obrigações de ambas as partes, bem como as demais condições em que a empresa prestará serviços ao cliente*” (Diretiva 2004/39, art. 19º, nº 7). Tal dispositivo, além exercer a função de informar os clientes, impõe ônus probatório aos intermediários financeiros. O art. 51º, nº 1, da Diretiva 2004/39 determina que os Estados-Membros tomem medidas ou apliquem sanções administrativas contra as pessoas responsáveis pelo descumprimento do disposto na Diretiva e que essas medidas sejam efetivas, proporcionais e dissuasivas.

Na Espanha, a Lei 47/2007 transpôs a Diretiva 2004/39 para o ordenamento interno. Como a Lei 47/2007 é reprodução praticamente literal da Diretiva 2004/39, são utilizadas as expressões “conveniente” (art. 79 bis, 6) e “adequado” (79 bis, 7) para as avaliações de adequação e do caráter apropriado, respectivamente. Conforme destacam Emilio DÍAZ RUIZ e Salvador RUIZ BACHS (2008)<sup>217</sup>, a transposição da Diretiva 2006/73 foi deixada para um momento posterior, vindo a ocorrer por meio do Real Decreto 217/2008. A Diretiva 2006/73 (arts. 35º e 37º e arts. 36º e 37º, respectivamente) utiliza a nomenclatura “avaliação de idoneidade” e “avaliação de conveniência”, adotada pelo Real Decreto 217/2008 (arts. 72º e 73º, respectivamente) e pelo no Código do Mercado de Valores (arts. 212º e 213, respectivamente), que classifica o descumprimento das obrigações como infrações administrativas muito graves (art. 284º), sem, no entanto, estabelecer diretamente um regime de responsabilidade civil.

Teve origem na Espanha julgado paradigmático do TJUE referente ao regime de responsabilidade civil em caso de descumprimento de dispositivos da Diretiva 2004/39, conhecido como “*caso Genil*”, nome de uma das partes. Em 2008, duas empresas que tinham financiamentos com taxas de juros flutuantes foram procuradas por bancos, que lhes ofereceram *swaps* de taxas de juros voltados à proteção contra variações das taxas de juros. Como as prestações dos financiamentos eram mensais e as compensações dos swaps semestrais, a queda abrupta das taxas de juros no segundo semestre de 2008 acarretou pressão de liquidez sobre as empresas, que alegaram invalidade dos contratos por vício de consentimento, devido à ausência de avaliação de adequação dos derivativos pelos bancos e por serem induzidas a acreditar erroneamente que o *swap* travaria as taxas de juros. O TJUE entendeu que, mesmo sem que houvesse um contrato de consultoria para investimentos, os bancos prestaram esse serviço disciplinado pela DMIF I, pois “*um serviço de investimento apenas é proposto no quadro de um produto financeiro se dele fizer parte integrante no momento em que o referido produto financeiro é proposto ao cliente*”. Logo, a avaliação de adequação dos derivativos deveria ter sido realizada. Quanto à sanção na esfera cível, embora a DMIF I fosse silente a respeito, caberia a cada Estado-membro regular o regime de responsabilidade pelo descumprimento contratual, desde que

<sup>217</sup> DÍAZ RUIZ, Emilio & RUIZ BACHS, Salvador (2008). *TRANSPOSICIÓN DE MIFID EN ESPAÑA*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 19-2008, pp. 15-24. Disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171>. Acesso em 05.07.2018.

respeitado o princípio da efetividade<sup>218</sup>. Danny BUSCH (2017, p. 4)<sup>219</sup> observa que a decisão do caso Genil não responde se a jurisdição cível pode impor deveres de conduta mais estritos que os da DMIF ou se é possível não haver responsabilidade civil em situações de descumprimento de obrigações impostas pela DMIF, questão será tratada no Capítulo IV.

Em 2008, o BANCO DE ESPAÑA (2009, pp. 205-208) identificou aumento de reclamações referentes a produtos estruturados contratados entre 2004 e 2005, antes da transposição da DMIF I, cuja rentabilidade tinha sido muito aquém da esperada e os custos de liquidação antecipada eram elevados, paralelamente a decisões judiciais de primeira instância favoráveis à indenização dos clientes porque os bancos falharam em informar atributos dos produtos.

O Tribunal Supremo da Espanha tem decidido que o não cumprimento de deveres pré-contratuais de informação e de adequação pode acarretar erro, e, portanto, invalidade contratual, como ocorreu no julgamento de controvérsia entre uma empresa e uma instituição financeira a respeito de um contrato de *swap* de inflação. No caso, um administrador da empresa, que não tinha experiência prévia com derivativos, consultou uma instituição financeira com a qual não tinha operações ativas ou passivas visando a proteger-se do aumento de custo de insumos, vindo a contratar *swap* de inflação cuja taxa era de 3,85% no final do primeiro semestre de 2008. Naquela conjuntura, parecia prudente proteger-se de uma escalada inflacionária, pois a economia espanhola estava aquecida, resultando em aumento do índice de preços de 2,79% em 2007 para 4,08% em 2008, maior patamar desde a implantação do euro. Entretanto, além da recessão, uma das consequências da crise financeira foi deflação de 0,29% em 2009, primeira queda de preços desde 1960<sup>220</sup>, resultando em perdas expressivas para a empresa com o *swap*. O instrumento financeiro foi considerado produto complexo e o fato de a instituição

<sup>218</sup> TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-604/11*. Relator U. Löhmus, 4<sup>a</sup> Seção, 30.05.2013.

<sup>219</sup> BUSCH, Danny (2017). *The private law effect of MiFID: the Genil case and beyond*. Disponível em [https://www.law.ox.ac.uk/sites/files/oxlaw/busch\\_private\\_law\\_effect\\_mifid\\_ii\\_ecr\\_2017-1.pdf](https://www.law.ox.ac.uk/sites/files/oxlaw/busch_private_law_effect_mifid_ii_ecr_2017-1.pdf). Acesso em 01.11.2019.

<sup>220</sup> WORLD BANK (2019b). *Inflation, consumer prices (annual %) – Spain*. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2018&locations=ES&start=1960>. Acesso em 27.11.2019.

financeira não explicar os riscos da operação, nem realizar avaliação de adequação, foi fator decisivo para que o Tribunal Supremo declarasse a nulidade do contrato<sup>221</sup>. Infere-se, neste caso, não se tratar de um derivativo *plain vanilla* que proporcionava *hedge* contra alta da inflação, pois as perdas com o instrumento financeiro seriam compensadas com a queda nos custos da empresa.

Ao analisarem a jurisprudência do Tribunal Supremo da Espanha relativa à DMIF I, Luis López ALONSO e Patricia Guillén MONGE (2017, p. 7)<sup>222</sup> concluem que a infração aos deveres de informação de avaliação de adequação ou do caráter apropriado resultam em presunção relativa de erro causador de nulidade, ou, subsidiariamente, anulabilidade, cabendo ao intermediário financeiro provar que, mesmo se tivesse cumprido satisfatoriamente os mandamentos de conduta, o cliente conhecia os riscos incorridos e/ou teria adquirido os produtos ou serviços de qualquer forma.

Em Portugal, o Decreto-Lei 357-A/2007 transpôs a DMIF I ao Código de Valores Mobiliários de Portugal (CVMP), disciplinando a atuação dos intermediários financeiros no “Título VI – Intermediação” (arts. 289º a 351º). Por refletir de maneira bastante fidedigna a Diretiva 2004/39, o CVMP menciona apenas a “avaliação do caráter adequado” (art. 314º), estabelecendo requisitos adicionais para os serviços de gestão de carteiras e consultoria para investimento (art. 314º-A) e excepcionando os serviços de recepção, transmissão e/ou execução de ordens relativas a instrumentos financeiros não complexos (art. 314º-D). Para Sofia Leite BORGES e Catarina Gonçalves de OLIVEIRA (2008, p. 26)<sup>223</sup>, a transposição da DMIF I alargou o âmbito de aplicação material do CVMP, que até então se restringia aos valores mobiliários.

---

<sup>221</sup> TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 840/2013*. Pleno de la Sala Primeira, Madrid, 20.01.2014. Disponível em <https://supremo.vlex.es/vid/financieras-informacion-test-idoneidad-494125630>. Acesso em 01.11.2019.

<sup>222</sup> ALONSO, Luis López; MONGE, Patricia Guillén (2017). *Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión*. Actualidad Civil, Nº 4, Sección Derecho de los contratos. Editorial Wolters Kluwer, Abril de 2017.

<sup>223</sup> BORGES, Sofia Leite; OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de (2008). *A TRANSPOSIÇÃO EM PORTUGAL DA DMIF E DA DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 19-2008, pp. 25-40. Disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1925/documento/articuloUM.pdf?id=3170> . Acesso em 05.07.2018.

Paulo CÂMARA (2008) lembra que, embora o dever de adequação não se confunda com os deveres informacionais, ele pressupõe um fluxo de informações entre os intermediários financeiros e seus clientes. Os intermediários devem “*informar-se junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objectivos de investimento do cliente.*” (CVMP, art. 304º, 3) e informar seus clientes sobre riscos, volatilidade, perdas máximas, margens e outras obrigações referentes aos instrumentos financeiros ofertados (CVMP, art. 312º-E). Apesar do CVMP não fazer menção à obrigação de que intermediários financeiros coletem informações e conheçam os instrumentos financeiros ofertados, isso está implícito na exigência de elevado padrão de diligência (CVMP, art. 304º, 2).

Paulo CÂMARA (2008) critica o CVMP por não estabelecer horizonte temporal para reavaliação de conhecimentos, habilidades, renda e patrimônio dos clientes, além de alertar para a omissão do CVMP quanto a se levar em conta o perfil de risco entre os objetivos dos investidores, reproduzindo lacuna da Diretiva 2004/39. Por sua vez, José Engrácia ANTUNES (2017)<sup>224</sup> critica o CVMP por não diferenciar os requisitos informacionais de mensagens publicitárias destinadas a investidores qualificados e não qualificados, ainda que o considerando 46 da Diretiva 2006/73 admita que as comunicações dirigidas a clientes profissionais e não profissionais tenham diferentes requisitos e o considerando 79 enuncie que não deve ser considerado personalizado o “*aconselhamento sobre instrumentos financeiros prestado num jornal, revista ou qualquer outra publicação que se destine ao público em geral (incluindo através da internet) ou em qualquer emissão de televisão ou de rádio (...)*”.

Para José Engrácia ANTUNES (2017), não obstante existam dúvidas quanto à natureza jurídica do regime de responsabilidade por descumprimento dos deveres de adequação – delitual, pré-contratual ou contratual – o art. 304º-A é claro ao determinar a responsabilidade civil dos intermediários por danos causados em decorrência de violação

---

<sup>224</sup> ANTUNES, José Engrácia (2017). *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro - Alguns Aspetos*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários. Número 56, abril de 2017, pp. 31-52. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2056.pdf>. Acesso em 17.04.2018.

dos deveres do CVMP, além de estipular presunção de culpa do intermediário “*quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação*”.

Para Felipe Canabarro TEIXEIRA (2008, p. 53 e 59)<sup>225</sup>, como os intermediários financeiros atuam como tradutores de informações técnicas e especializadas, a obrigação de informar é inversamente proporcional ao grau de sofisticação dos clientes. Há, nesse caso, um dever de resultado de que o cliente, que é o efetivo tomador de riscos, saiba em quais riscos incorre. Por outro lado, não há como o intermediário ser responsabilizado civilmente se o cliente se recusa a fornecer informações, o faz de maneira incorreta ou enganosa, dispensa ou ignora informações e conselhos do intermediário (TEIXEIRA, 2008, p. 76).

Em Portugal, a adoção do euro também impulsionou a concessão de empréstimos com taxas de juros flutuantes e, diante do ciclo de alta de juros iniciado em 2005, muitos tomadores contrataram derivativos para fazer *hedge* contra aumentos das taxas de juros. Quando o BCE baixou as taxas de juros, os contratos com barreira inferior passaram a gerar prejuízos não compensados com a queda do custo dos financiamentos. Embora os casos submetidos ao Judiciário sejam similares, a jurisprudência portuguesa é diferente da espanhola. Devido à menor importância dada pelos tribunais portugueses aos deveres de conduta estipulados pela DMIF I, a solução adotada foi a resolução ou modificação dos contratos por alteração das circunstâncias para todos os derivativos contratados com a finalidade de *hedge* que não cumpriram com essa função quando ocorreu queda da Euribor<sup>226</sup>.

---

<sup>225</sup> TEIXEIRA, Felipe Canabarro (2008). *Os Deveres de Informação dos Intermediários Financeiros em Relação aos seus Clientes e sua Responsabilidade Civil*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários. Número 31, dezembro de 2008, pp. 50-87. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CadernosMVM31Final2.pdf>. Acesso em 17.04.2018.

<sup>226</sup> Código Civil Português, 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.

Em um caso envolvendo empresa com financiamentos atrelados à Euribor de 3 meses e posterior contratação de *swap* com barreira inferior de 3,8% a.a. no primeiro semestre de 2008, a primeira Secção do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal declarou a validade do *swap* por entender que o banco comprovou ter informado suficientemente a empresa sobre os riscos do instrumento financeiro, que os derivativos são abstratos e gozam de autonomia em relação ao mútuo bancário e que “*o desequilíbrio negocial não é, só por si, gerador da nulidade do contrato (...)*”. Apesar de a empresa ter alegado violação ao art. 314º do CVMP, que trata da avaliação de adequação, o julgado não abordou esse aspecto<sup>227</sup>.

Em outro julgado, referente a contrato de locação financeira (*leasing*) para aquisição de imóvel comercial atrelado à Euribor de 3 meses coligado com *swap* voltado à proteção contra alta da Euribor com barreira inferior de 3,95% a.a., ambos pactuados no primeiro semestre de 2008, a sétima Secção do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal entendeu que a intensa e abrupta queda das taxas de juros causada pela crise financeira de 2008 configurou alteração anormal das circunstâncias apta a ensejar a resolução contratual. No caso, o CVMP era a norma aplicável porque o *swap* foi oferecido pelo banco após a contratação da locação financeira. Embora não seja o fundamento da acórdão, a decisão menciona que o representante legal da empresa “é pessoa muito simples, que tem apenas a instrução básica e nunca tinha contratado qualquer operação bancária especial ou complexa, sendo certo que nunca a autora se apercebeu que o contrato que assinava poderia acarretar qualquer risco (...)<sup>228</sup>”.

Pedro GONZALEZ e João VENTURA (2014, p. 87)<sup>229</sup> criticam essa solução por entenderem que o risco de variação de taxas é inerente aos contratos de derivativos, de

<sup>227</sup> SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 309/11.8TVLSB.L1.SI*. Relator Sebastião Póvoas, 1<sup>a</sup> Secção, 11.02.2015. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/76eaf0a4abf294f580257de9005732a7?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

<sup>228</sup> SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 1387/11.5TBBCL.G1.SI*. Relator Granja da Fonseca, 7<sup>a</sup> Secção, 10.10.2013. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/83a1d4ae8a10876180257c0600300716?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

<sup>229</sup> GONZALEZ, Pedro & VENTURA, João (2014). *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – Anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo No 1387/11.5TBBCL.G1.SI*. In Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, número 48, Agosto de 2014, pp. 63-87. Disponível em 144

modo que “[q]ualquer limitação do risco por essa via seria sempre arbitrária e por isso contrária aos fins da figura da alteração das circunstâncias.” Por essa razão, eles entendem que o correto seria anular o *swap* por erro causador de graves desproporções no momento da contratação ou descumprimento dos deveres de conduta dos intermediários financeiros, “em particular de prestação de informação e determinação de perfil do investidor, podem determinar a responsabilidade civil do intermediário financeiro e o consequente dever de indemnização do lesado (...).”.

Em decisão mais recente a respeito de contratos de financiamento com prestações mensais coligados a *swap* de taxas de juros com barreiras decrescentes ao longo dos anos e prestações anuais, a segunda Seção do Supremo Tribunal de Justiça confirmou a aplicabilidade da resolução contratual por alteração das circunstâncias aos derivativos, restringindo-a aos contratos de *hedge*. No caso concreto, decidiu-se pela resolução contratual por alteração das circunstâncias porque o teste de conhecimentos e experiência demonstrou que a empresa contratante tinha expectativa de ter contratado um produto de *hedge* voltado à estabilização de encargos financeiros, não um contrato “*de natureza meramente especulativa*”. O voto vencido, de António Abrantes Geraldes, foi contrário à resolução contratual por entender que, embora a resolução por alteração anormal das circunstâncias possa ser aplicável aos derivativos, a queda da Euribor a partir do final de 2008 estava compreendida na álea dos derivativos de taxas de juros<sup>230</sup>.

Na Itália, a Diretiva 2004/39 foi transposta pela Lei 77/2007 e pelo Decreto Legislativo 164/2007, cujo artigo 9-bis delega à *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa* (CONSOB) a competência para regulamentar a Diretiva 2004/39. O Regulamento CONSOB adotava a redação da Diretiva 2004/39, incluindo alguns aspectos da Diretiva 2006/73, como a necessidade de levar em conta preferências dos clientes frente ao risco nos objetivos de investimento. Os arts. 27 a 38 disciplinavam os deveres informacionais, os arts. 39 e 40 tratavam da avaliação de adequação, os arts. 41 e 42 da verificação do caráter

---

<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobilarios/Documents/CadernosMVM%2048d.pdf>. Acesso em 27.11.2019.

<sup>230</sup> SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 540/11.6TVLSB.L2.S1*. Relator Tomé Gomes, 2<sup>a</sup> Secção, 22.06.2017. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/7c66b8d7b670fdcb80258147005997f3?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

apropriado e os arts. 43 e 44 da dispensa de verificação de adequação ou do caráter apropriado em serviços de mera execução de ordens de produtos não complexos.

Como nos outros países da periferia do euro, na Itália os derivativos voltados ao *hedge* de empréstimos com taxas de juros flutuantes também resultaram em perdas significativas após a rápida queda das taxas de juros motivada pela crise financeira. Vincenzo ROPPO (2013)<sup>231</sup> critica a jurisprudência dos tribunais italianos, que anularam diversos desses derivativos com base no defeito da causa concreta em contratos nos quais a razão determinante para a contratação de derivativo tinha sido proteção contra variações nas taxas de juros e, posteriormente, descobriu-se que esses instrumentos tinham conteúdo especulativo, apostando que as taxas de juros não cairiam abaixo de determinado patamar.

Os governos locais foram especialmente afetados porque o Decreto do Ministério de Economia e Finanças 389/2003 determina que províncias e governos locais se protejam contra variações cambiais em empréstimos não denominados em euro e facilita a contratação de derivativos voltados ao *hedge* da variação de taxa de juros, inclusive instrumentos de *hedge* parcial, como *collars*. A norma impunha apenas limites ao risco de contraparte (art. 3º, 4), omitindo-se a respeito de outras exposições, como à queda de juros, um indicativo de que a área econômica do governo tampouco se antecipou ao que ocorreria a partir de 2008. Vincenzo ROPPO (2013, p. 980) relata que, nos derivativos contratados por governos locais para proteção na variação dos índices de correção de dívidas, os fundamentos para declaração de nulidade são variados, incluindo defeito na causa concreta, status de investidor não qualificado desses governos locais e afronta ao Decreto do Ministério de Economia e Finanças 389/2003, que não permite a contratação de derivativos especulativos.

No Reino Unido, a transposição da DMIF se deu por emenda à “*Financial Services and Markets Act*” de 2000, que delega, na seção 137R, competência à FCA para elaborar normas disciplinando a comunicação entre empresas que oferecem serviços de

---

<sup>231</sup> ROPPO, Vincenzo (2013). *CONFRONTO CON LA GIURISPRUDENZA*. Rivista di Diritto Civile – 4/2013, pp. 957-988

investimentos e serviços auxiliares com seus clientes em conformidade com a DMIF. O “*Conduct of Business Sourcebook*” da FCA disciplina “*assessment of suitability*” e “*assessment of appropriateness*” em termos fidedignos à norma comunitária, em seus capítulos 9 e 10.

A especificidade do Reino Unido foi o papel desempenhado pela FCA como alternativa à judicialização. Após identificar, em 2012, falhas na maneira como nove bancos vendiam produtos voltados ao *hedge* de taxas de juros (cuja sigla em inglês é IRHP, *interest rate hedging products*), a FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018b)<sup>232</sup> designou, com fundamento na seção 166 da *Financial Services and Markets Act* de 2000, revisores independentes para supervisionar e verificar indícios de violações a normas de conduta. Foram contatados cerca de 25.000 clientes de varejo que haviam contratado IRHP desde 2001. Desses, 18.200 decidiram participar do processo de revisão. Ao analisarem esses casos, os bancos constataram que não houve perda ou as normas foram cumpridas nos negócios de 3.500 clientes (19,9%). Para os outros 14.700 clientes (80,1%), foram enviadas ofertas de reparação, das quais 95% foram aceitas, resultando em indenizações de 2,2 bilhões de libras, incluindo 509 milhões de libras para cobrir as perdas decorrentes do custo de oportunidade dos recursos pagos indevidamente. Além disso, os bancos suportaram o custo da resolução de contratos ainda vigentes e a remuneração dos revisores independentes e das quase 3 mil pessoas envolvidas na análise dos casos.

Segundo a FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b)<sup>233</sup>, as indenizações devidas foram iguais à soma da reparação básica, calculada como a diferença entre os pagamentos feitos no IHP e aqueles que o cliente teria feito se não tivesse havido descumprimento das normas relevantes, e a perda consequente, arbitrada à taxa de juros simples de 8% a.a. incidente sobre a reparação básica, havendo a possibilidade de os clientes provarem que as perdas consequentes foram superiores aos 8% a.a. Segundo a FINANCIAL CONDUCT

---

<sup>232</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018b). *Interest rate hedging products (IRHP)*. Last updated: 10.12.2018. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products> . Acesso em 28.11.2019.

<sup>233</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b). *IRHP: claims for consequential loss*. Last updated: 04.11.2016. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products/claims-consequential-loss> . Acesso em 28.11.2019.

AUTHORITY (2016a)<sup>234</sup>, menos de 10% dos 509 milhões de libras pagos a título de perdas consequentes corresponderam a adicionais aos 8%.

A metodologia adotada pela FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b) para calcular a indenização é de especial interesse para os propósitos do Capítulo IV. Para calcular a reparação básica, procurou-se determinar, para o caso concreto, o que cliente teria feito se o banco tivesse cumprido os deveres de conduta. Há quatro possíveis consequências: i. o mesmo produto teria sido adquirido; ii. não ocorreu perda; iii. nenhum produto teria sido adquirido; iv. um produto diferente teria sido adquirido. Nos dois primeiros casos, a indenização não é devida em decorrência da ausência, respectivamente, de conexão de causalidade e de dano. Se o negócio não teria sido realizado, a sanção é a anulação, com a restituição dos valores pagos. Por fim, se o cliente teria adquirido um produto diferente, a reparação básica se mede pela diferença entre a rentabilidade líquida do produto que teria sido adquirido e o produto efetivamente contratado. A perda consequente deveria ser razoavelmente previsível pelo causador do dano, compreendendo despesas com tarifas bancárias, cancelamento ou contratação de produtos e serviços financeiros, tributos, honorários de profissionais contratados para encontrar saídas para a situação de estresse financeiro, perda de rendimentos (financeiros ou na própria atividade do cliente) e eventuais danos morais. No ordenamento brasileiro, a reparação básica e as quatro primeiras espécies de perdas consequentes correspondem aos danos emergentes, e a perda de rendimentos aos lucros cessantes.

Na Irlanda, o regulador financeiro identificou, na distribuição de um produto relativamente complexo, o “*Friends First ISTC Creative Bond*”, falha no provimento de informações suficientes sobre os riscos de mercado e limites das garantias e, para alguns clientes, ausência de relatórios de adequação do produto. Devido à crise financeira de 2008, além da perda de valor de diversos instrumentos financeiros nos quais o “*Friends First ISTC Creative Bond*” era referenciado, houve insolvência de instituições financeiras garantidoras. O distribuidor do produto foi multado em 5 mil euros e se comprometeu a

---

<sup>234</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016a). *IRHP: claims for consequential loss*. Last updated: 26.05.2016. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products/redress> . Acesso em 28.11.2019.

indenizar as perdas dos clientes decorrentes do descumprimento desses deveres (CENTRAL BANK OF IRELAND, 2010b: pp. 25.26)<sup>235</sup>.

Na Finlândia, a DMIF foi transposta na lei de serviços financeiros, que é explícita, no Capítulo 16, seção 1, quanto à responsabilidade dos intermediários financeiros por danos causados pelo descumprimento culposo ou doloso dos deveres de conduta. Assim como no Reino Unido, a Autoridade Finlandesa de Serviços Financeiros (cuja sigla em inglês é FINFO, *Finnish Financial Services Authority*) tem amplas competências de regulação e supervisão.

Segundo MARJOSOLA (2014, p. 548)<sup>236</sup>, como no resto da Europa, a crise de 2008 revelou problemas na distribuição de instrumentos financeiros, mas a DMIF não chegou a ser testada nos tribunais devido à existência de mecanismo informal de resolução de disputas no Escritório Finlandês de Defensoria Financeira (cuja sigla em inglês é FINE, *Finnish Financial Ombudsman Bureau*). Diante dessa limitação, MARJOSOLA (2014, pp. 562-563) analisa demandas judiciais envolvendo dois instrumentos financeiros complexos distribuídos na década de 2000, antes da transposição da DMIF ao ordenamento finlandês. Em decorrência da ausência de normas de conduta detalhadas, os tribunais tiveram de efetuar avaliação a posteriori dos conhecimentos e experiências prévias dos adquirentes desses instrumentos financeiros complexos e utilizaram princípios como equidade e dever de cuidado para colmatar lacunas regulatórias, algo que sempre irá existir diante da inerente completude de normas e contratos.

O primeiro caso envolve CDO emitido pela subsidiária holandesa do *Lehman Brothers*, garantido pela *holding*, sediada nos Estados Unidos, e distribuído por um complexo arranjo entre bancos, corretoras e agentes autônomos finlandeses. O produto estruturado consistia em um título com vencimento em 5 anos e rendimento relativamente alto tendo em vista a

<sup>235</sup> CENTRAL BANK OF IRELAND (2010b). *Press Releases January – June 2010*. Disponível em <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/press-releases/press-release-archive/press-release-2010-jan-jun.pdf>. Acesso em 1.12.2019.

<sup>236</sup> MARJOSOLA, Heikki (2014) *What role for courts in protecting investors in Europe: a view from Finland*. *European Review of Contract Law*, 10 (4). European Review of Contract Law, pp. 545-570. ISSN 1614-9920. Disponível em <http://eprints.lse.ac.uk/68721/>. Acesso em 05.11.2018.

baixa volatilidade histórica e capital garantido. O material publicitário em finlandês informava que o capital era garantido sem fazer ressalva alguma a esse respeito. Já o prospecto em inglês alertava que a eficácia da garantia cessaria em caso de insolvência, o que veio a ocorrer no final de 2008 tanto na subsidiária holandesa, quanto na *holding* norte-americana do *Lehman Brothers*, resultando em perda total dos recursos investidos. A decisão de primeira instância, embora reconhecesse que a omissão do material publicitário induzisse a erro, foi favorável aos intermediários financeiros por entender que, devido à experiência e perfil de risco dos investidores, o produto teria sido adquirido independentemente da omissão do material publicitário. A Corte de apelações decidiu favoravelmente aos investidores por entender que, naquele contexto negocial, a agilidade necessária inviabilizaria análise do prospecto e que a experiência e posição financeira desses clientes era desproporcional à exposição financeira. Embora tenha analisado os deveres de conduta à luz da responsabilidade contratual, a intrincada rede de distribuição dos produtos motivou avaliação da responsabilidade como se fosse extracontratual (MARJOSOLA: 2014, pp. 554-558). Segundo MARJOSOLA (2014, p. 553), em grande medida devido aos CDO do *Lehman Brothers*, foi introduzida emenda à lei de serviços financeiros ampliando significativamente a responsabilidade civil dos intermediários financeiros, que atualmente é tanto contratual, quanto extracontratual.

Ainda na Finlândia, os títulos “sereia”, produtos estruturados compostos e referenciados em títulos de diversas empresas, foram distribuídos por um banco para cerca de 1.500 clientes de varejo não profissionais em 2006. Como o produto era novo, não havia série histórica de rendimentos e simulações dos últimos 20 anos com títulos e índices integrantes da carteira contida no material publicitário indicavam tratar-se de um produto de baixo risco. Entretanto, o material publicitário omitia que os detentores estariam sujeitos a risco de crédito e de contraparte das empresas nas quais esses produtos estavam referenciados. A crise financeira acarretou recessão especialmente aguda na Finlândia, cujo PIB caiu 8,3% em 2009, recuperando o nível de 2008 apenas em 2017<sup>237</sup>, o que causou insolvência de diversas empresas nas quais os títulos sereia estavam referenciados, acarretando perdas expressivas aos investidores. Na primeira sentença, o juízo de primeira instância decidiu que, embora o material publicitário induzisse o investidor a subestimar o risco, o erro não

---

<sup>237</sup> WORLD BANK (2019c). *GDP growth (annual %) - Finland*. Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=FI>. Acesso em 27.11.2019.

teria sido determinante para a decisão de adquirir o produto, pois, no caso concreto, se tratava de cliente com elevado apetite ao risco. Pouco tempo após essa decisão, o banco ofereceu acordo de indenização aos clientes, provavelmente por receio de decisões contrárias e de publicidade negativa (MARJOSOLA: 2014, pp. 558-560).

MULLER et al (2014, p. 64-65) mencionam outros produtos complexos nos quais as autoridades administrativas identificaram descumprimento de deveres de conduta dos intermediários financeiros. Na Dinamarca, a venda de derivativos de taxas de juros coligados a financiamentos imobiliários tornou-se popular entre consumidores e empresas de menor porte porque possibilitava arbitragem entre as taxas de juros dos empréstimos e o rendimento dos títulos do governo dinamarquês. Quando as taxas de juros de curto prazo caíram, os mutuários tiveram perda de até 85% do capital. A Autoridade de Supervisão Financeira da Dinamarca constatou que o material publicitário desses derivativos omitia aspectos relevantes sobre o perfil de risco. Na Bélgica, em 2004 e 2005 investidores adquiriram títulos perpétuos sem que fossem informados sobre a perpetuidade. Na França, cotistas de um fundo estruturado de alto risco receberam, na data de resgate, menos que o capital garantido devido à dedução de emolumentos.

### 3.2.1.3 Diretivas 2002/92 e 2002/83, relativas, respectivamente, à mediação de seguros e aos seguros de vida

A Diretiva 2002/92 revogou a Diretiva 77/92/CEE, tornando-se a norma reguladora da distribuição de seguros vigente na União Europeia nos anos que antecederam a crise financeira de 2008. No que diz respeito aos objetivos deste trabalho, interessam-nos os arts. 12º e 13º da Diretiva 2002/92, sem dispositivos correspondentes na Diretiva 77/92/CEE, que elencam as informações a serem prestadas pelos mediadores de seguros aos seus clientes antes da contratação. Esses artigos não são aplicáveis aos seguros voltados para a cobertura de grandes riscos e resseguros (art. 12º, nº 4).

O art. 12º, nº 1, disciplina as informações básicas a serem fornecidas pelos mediadores de seguros para seus clientes: respeito a sua identidade e endereço, bem como indicação se o aconselhamento é fornecido em base independente ou se o mediador tem exclusividade com alguma empresa de seguro e o(s) nome(s) da(s) empresa(s) de seguros para as distribui seguros. O art. 12º, nº 5, autoriza os Estados-Membros a criarem requisitos adicionais em matéria de informação.

Caso o mediador de seguros informe o cliente de que seus conselhos são baseados em uma análise imparcial, as recomendações devem levar em conta um número suficiente de contratos de seguro disponíveis no mercado *“que lhe permita fazer uma recomendação, de acordo com critérios profissionais, quanto ao contrato de seguro mais adequado às necessidades do cliente”* (art. 12º, nº 2). Além disso, antes da celebração dos contratos de seguro, os mediadores de seguros que prestam serviços de aconselhamento devem especificar as exigências e necessidades dos clientes, bem como as razões que nortearam a recomendação, a partir das informações fornecidas pelos clientes (art. 12º, nº 3).

Embora não estabeleça parâmetros, o art. 12º, nº 3 da Diretiva 2002/92 introduz o dever de intermediários recomendarem apenas contratos de seguros adequados às exigências de seus clientes. Como mencionado no item 1 deste Capítulo, a avaliação de adequação se aplica principalmente aos seguros com componente de investimento, pois nos seguros de danos e seguros de pessoas sem componente de investimento, a adequação é quase sinônimo da vedação ao sobressseguro.

As informações prestadas aos clientes devem ser claras, exatas e compreensíveis para os clientes (art. 13º, nº 1, alínea b), e fornecidas em papel ou outro suporte duradouro antes da contratação de seguro (art. 13º, nº 1, alínea a) ou imediatamente após a contratação do seguro quando houver necessidade de uma cobertura imediata, quando o cliente solicitar que as informações sejam fornecidas oralmente (art. 13º, nº 2) ou nas vendas por telefone (art. 13º, nº 3).

No que concerne aos seguros de vida, também há que se considerar a Diretiva 2002/83, norma suplementar que revogou as Diretivas 79/267, 90/619, 92/96. O considerando 52 permite inferir que o legislador comunitário europeu acreditava que os segurados seriam capazes de escolher o contrato que melhor se adaptasse às suas necessidades se tivessem “*ao seu dispor as informações necessárias*”. No que se refere à relação entre intermediários e clientes, cabe mencionar a possibilidade de renúncia do segurado, “*de 14 a 30 dias, a contar da data em que lhe tenha sido confirmada a sua celebração*” do contrato (art. 35º, 1) e deveres de informação antes (art. 36º, nº 1 e Anexo III, A) e durante a vigência do seguro de vida (art. 36º, nº 2 e Anexo III, B). Entre as informações pré-negociais, cabe destacar as condições de renúncia, a periodicidade de pagamento do prêmio, as “*modalidades de cálculo e de atribuições das participações nos lucros*”, o regime fiscal aplicável e indicações “*dos valores de resgate e de redução e natureza das respectivas garantias*” e da “*natureza dos ativos representativos dos contratos de capital variável*”. Durante a vigência do seguro, informações anuais “*sobre a situação da participação nos excedentes sob a forma de activos acumulados ou de prestação aumentada*”.

Para MULLER et al (2014, pp. 129), os seguros com componente de investimentos podem ter riscos e estruturas de custos nem sempre compreendidas pelos segurados. A estrutura de custos é mais complexa que de seguros e investimentos pelos seguintes fatores: i. pagamento de comissões para diversos intermediários financeiros, como corretores, seguradoras e administradores dos fundos nos quais os prêmios são investidos; ii. retenção de parte dos prêmios pela seguradora para compor provisões em caso de morte; iii. custo de resilição contratual. A consequência é que, por frequentemente não entenderem os riscos e estrutura de custos, os segurados superestimam os rendimentos líquidos.

Na Finlândia, a desvalorização do capital investido em decorrência da crise de 2008 motivou a judicialização de contratos de seguro de vida com investimento em fundos de ações, produtos que haviam se tornado populares a partir do final da década de 1990 devido ao tratamento tributário. A Suprema Corte entendeu que, embora o material publicitário induzisse a erro por não informar sobre o risco de perda do capital investido e projetar retornos excessivamente otimistas, de 10% a.a., a seguradora complementou

satisfatoriamente as informações e o segurado, por ter ampla experiência no mercado de ações, deveria ter entendido os riscos incorridos (MARJOSOLA, 2014: pp. 561-562).

Em outro caso, envolvendo omissão de custos nos materiais publicitários de seguros de vida ligados a investimento, a Suprema Corte da Finlândia, por maioria de votos, determinou que as seguradoras devolvessem aos segurados os valores excedentes àquilo que razoavelmente poderiam esperar desembolsar com emolumentos no momento que o contrato foi concluído. No caso, o material publicitário induzia a erro porque as projeções de rendimentos desconsideravam as deduções de taxas de corretagem da apólice e de administração dos fundos de investimentos, o que reduzia substancialmente os rendimentos líquidos. Entre os fundamentos da decisão, cabe destacar: i. maiores deveres de informação dos intermediários financeiros em se tratando de produtos novos e complexos; ii. a prerrogativa que as partes têm de confiar nas informações fornecidas pela contraparte na fase pré-negocial; iii. um segurado padrão não teria como entender a estrutura de custos do produto (MARJOSOLA, 2014: pp. 560-561).

Em caso originado na Holanda, o TJUE entendeu que o cumprimento de normas de conduta comunitárias não exime os intermediários financeiros de respeitarem princípios gerais de Direito Privado. No caso, um consumidor contratou seguro de vida com pagamento de prêmio no ato da contratação e prestações mensais, as quais seriam investidas de acordo com política pré-estabelecida. Se o segurado viesse a falecer antes do vencimento do contrato, pessoas indicadas por ele receberiam uma determinada quantia em dinheiro. Se sobrevivesse ao vencimento, receberia o maior valor entre o capital segurado e o rendimento do investimento. Na fase pré-negocial, os três cenários de desempenho da carteira apresentados desconsideravam que parte do prêmio seria descontada para compor reservas da seguradora em caso de morte antes da data do vencimento, algo que o consumidor se deu conta ao longo da vigência do contrato, levando-o a alegar que a divergência entre as premissas dos cenários e o resultado observado consistia em violação do “*dever de diligência da empresa de seguros, a boa-fé pré-contratual, a proporcionalidade e a equidade*”. O TJUE entendeu que, apesar do cumprimento dos deveres de informação elencados na Diretiva comunitária (no caso, o art. 21º da Diretiva 92/96, que correspondia ao art. 36º da Diretiva 2002/83), a não comunicação “*de uma*

“descrição ou explicação completa dos custos reais e/ou finais e respetiva composição” poderia ser contrária a normas nacionais<sup>238</sup>. Para BUSCH (2017, pp. 4-7), essa decisão e o “caso Genil” (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo) demonstram a complementariedade entre deveres de conduta e princípios gerais de Direito Civil.

Além da Finlândia e da Holanda, MULLER et al (2014, p. 57) relatam que autoridades administrativas da República Tcheca, Hungria e Espanha identificaram seguros de vida com estrutura de custos e taxas complexas, que induziam os segurados a superestimar rendimentos líquidos. Na Alemanha, instância judicial análoga ao STJ brasileiro (*Bundesgerichtshof*) considerou não escritas cláusulas de contratos de seguros de vida que disciplinavam estrutura de custos pouco transparente e estipulavam alta taxa de cancelamento.

---

<sup>238</sup> TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-51/1*. Relator E. Juhász e D. Šváby, 5<sup>a</sup> Seção, 29.04.2015.

### **3.2.2 REFORMAS INDUZIDAS PELA CRISE FINANCEIRA DE 2008**

A crise de 2008 evidenciou diversas brechas regulatórias que possibilitaram a distribuição de produtos inadequados às necessidades dos clientes, em muitos casos levando consumidores e empresas à insolvência. Além da intensa judicialização e aplicação de sanções por parte dos reguladores nacionais, a crise impulsionou uma série de reformas que aumentou a efetividade da supervisão e o nível de detalhamento dos deveres de conduta dos intermediários financeiros. Em 2010, foram editados os Regulamentos 1093, 1094 e 1095, que criaram autoridades europeias, respectivamente, de supervisão bancária (cuja sigla em inglês é EBA), seguros e previdência complementar (cuja sigla em inglês é EIOPA) e valores mobiliários e os mercados (cuja sigla em inglês é ESMA). EBA, EIOPA e ESMA, além de coordenarem os respectivos órgãos nacionais de supervisão, possuem amplos poderes regulatórios. A partir de 2014, as Diretivas citadas no subitem 3.2.1 foram substituídas por normas significativamente mais detalhadas, ao ponto de muitas normas de transposição se limitarem a fazer menção às Diretivas. Devido à edição, regulamentação e transposição recentes, há escassez de textos doutrinários e de evidências – administrativas e judiciais – quanto à efetividade das reformas.

#### **3.2.2.1 Diretivas 2008/48 e 2014/17, relativas aos contratos de crédito de consumo e financiamento de imóveis de habitação**

A Diretiva 2008/48, de 23 de abril de 2008, revogou a Diretiva 87/102. Embora tenha sido editada antes da quebra do *Lehman Brothers* e dos problemas acarretados por isso, sua transposição ocorreu após a crise financeira. Assim como a norma revogada, é aplicável a contratos de crédito a consumidores (arts. 1º e 3º, a), mantendo as exclusões de aplicação da Diretiva 87/102, e acrescentando as seguintes hipóteses de não aplicação: aquisição de instrumentos financeiros, empréstimos oferecidos para um público restrito (por exemplo, de empregador para empregados) com taxas de juros globais favorecidas em relação às condições de mercado, créditos para refinanciamento de dívidas existentes sem encargos e créditos com garantia em que a responsabilidade do consumidor não exceda o valor do bem dado em garantia (art. 2º). Adicionalmente, houve aumento de 20 para 75 mil euros do

limite superior do valor do crédito concedido sujeito à Diretiva 2004/48. O Anexo I uniformiza a metodologia de cálculo da TAEG.

Entre as novidades, estão a regulamentação de informações que devem ser prestadas na publicidade (art. 4º), na fase pré-contratual (arts. 5º e 6º) e um maior detalhamento das informações que devem ser fornecidas nos contratos (arts. 10º a 12º). Os materiais publicitários devem divulgar juros, encargos, prazo para pagamento e, caso algum custo não possa ser determinado antecipadamente, como, por exemplo, quando houver a obrigatoriedade de celebração de um contrato de seguro de crédito, isso deve ser deixado claro (art. 4º).

Na fase pré-contratual, o credor ou o intermediário de crédito deve fornecer, “*em tempo útil, antes de o consumidor se encontrar obrigado por um contrato de crédito ou uma oferta (...) (as) informações necessárias para comparar diferentes ofertas, a fim de tomar uma decisão com conhecimento de causa quanto à celebração de um contrato de crédito*”. Tais informações incluem as taxas de juros e respectivas condições e taxas de referência, prazos para pagamento, garantias e todos os encargos a serem pagos pelos clientes, incluindo despesas notariais, e as consequências da mora (art. 5º).

Nos contratos de crédito, além das informações pré-contratuais, devem constar o direito de os consumidores solicitarem informações sobre juros e amortizações pagos, custo de eventuais seguros exigidos, o procedimento a ser seguido para exercício do direito de resolução do contrato de crédito e a “*existência ou inexistência de processos extrajudiciais de reclamação e de recurso acessíveis ao consumidor e, quando existam, o respectivo modo de acesso*” (art. 10º). Alterações sobre as taxas devedoras devem ser previamente informadas (art. 11º). A partir da celebração do contrato de crédito ou da recepção das informações sobre o contrato do crédito, o consumidor tem até 14 dias corridos para exercer o direito de distrato (art. 14º), aplicável automaticamente aos contratos ligados (art. 15º). Trata-se de medida voltada a assegurar que, mesmo que as instituições financeiras não fornecam informações detalhadas com a devida antecedência, os consumidores tenham tempo hábil para tomar decisão de crédito informada.

No que tange à avaliação de adequação do crédito, o art. 8º inova em relação à Diretiva revogada ao obrigar que, antes da celebração do contrato de crédito, o mutuante avalie a solvabilidade do consumidor “*com base em informações suficientes*” e que, se as partes decidirem aumentar o montante de crédito após celebração do contrato, a análise de solvabilidade deve ser refeita com informações financeiras atualizadas do tomador “*antes de qualquer aumento significativo do montante total do crédito*”. São considerados adequados os créditos concedidos para devedores solventes, sem maiores considerações sobre os parâmetros a serem levados em conta na análise de solvabilidade. Como consequência, diversas instituições financeiras realizaram análises de solvabilidade baseadas exclusivamente no valor esperado da execução das garantias, com exame deficiente ou mesmo ausente quanto à capacidade de pagamento dos devedores.

Embora a Diretiva 2008/48 não estipule teto de taxa de juros, alguns Estados-Membros seguiram os exemplos da França e da Itália e regulamentaram limites às taxas de juros (vide subitem 3.2.1.1) nas normas de transposição da Diretiva 2008/48. Em Portugal, o art. 28º do Decreto-Lei 133-2009 considera usurárias TAEGs que excedam, em relação aos contratos celebrados no trimestre anterior, em 25% a taxa média do mesmo tipo de linha de crédito ou em 50% da TAEG média de todos os contratos de crédito. Na Espanha, o art. 20 da Lei 16/2011 limita a TAEG do cheque especial (*descubierto tácito*) a 2,5 vezes a taxa de juros legal do dinheiro, conceito que corresponde aos juros de mora do art. 1.108 do Código Civil da Espanha<sup>239</sup>, fixado anualmente pela Lei Geral do Orçamento do Estado (Lei 24/1984, art. 1º). Em 2019, a disposição quinquagésima do Projeto Geral de Orçamento do Estado estipulava a taxa de juros legal em 3% a.a., resultando em TAEG máxima de 7,5% a.a. no cheque especial.

Como discutido no subitem 3.2.1.1, o financiamento imobiliário ou garantido por imóveis foi uma das maiores fontes de problemas a partir da crise de 2008. No caso das famílias, o financiamento imobiliário ou com garantias em imóveis desempenha papel central, seja

---

<sup>239</sup> *Si la obligación consistiere en el pago de una cantidad de dinero, y el deudor incurriere en mora, la indemnización de daños y perjuicios, no habiendo pacto en contrario, consistirá en el pago de los intereses convenidos, y a falta de convenio, en el interés legal.*

porque a aquisição de imóveis responde pela maior parte das dívidas das famílias e é praticamente a única fonte de crédito de longo prazo para consumidores, seja porque os imóveis costumam ser os bens de maior valor para muitas famílias. Os trechos a seguir, retirados dos considerandos da Diretiva 2014/17, resumem essa questão:

(3) A crise financeira mostrou que o comportamento irresponsável de alguns participantes no mercado pode minar os alicerces do sistema financeiro, provocando desconfiança entre todas as partes, em especial nos consumidores, com consequências sociais e económicas potencialmente graves. Muitos consumidores perderam a confiança no setor financeiro e os mutuários têm cada vez mais dificuldade em reembolsar os seus empréstimos, daí resultando um aumento das situações de incumprimento e de venda coerciva do imóvel. (...) Ainda que alguns dos maiores problemas associados à crise financeira tenham ocorrido no exterior da União, os níveis de dívida dos consumidores na União são significativos e concentram-se em grande parte em créditos para imóveis de habitação. Portanto, convém assegurar que o enquadramento regulamentar da União nesta área seja robusto e coerente com os princípios internacionais e utilize adequadamente o leque de instrumentos existentes, o que poderá incluir o recurso ao rácio entre o valor do empréstimo e o valor da garantia, ao rácio entre o valor do empréstimo e o rendimento, ao rácio entre o rendimento e o endividamento ou a outros rácios semelhantes, com níveis mínimos abaixo dos quais nenhum crédito seria considerado aceitável, ou outras medidas compensatórias para as situações em que os riscos subjacentes sejam maiores para os consumidores ou em que as referidas medidas sejam necessárias para prevenir o endividamento excessivo das famílias. (...)

A Diretiva 2014/17 traz regramento específico para “*contratos de crédito garantidos por hipoteca ou por outra garantia equivalente*” e “*contratos de crédito cuja finalidade seja financiar a aquisição ou a manutenção de direitos de propriedade sobre terrenos ou edifícios já existentes ou projetados*” (art. 3º). Assim como a Diretiva 2008/48, a Diretiva 2014/17 detalha as informações a serem prestadas pelas instituições financeiras nas peças publicitárias e nas fases pré e pós-contratual. Além disso, a Diretiva 2014/17 procura atribuir deveres para toda a cadeia de intermediação e traz recomendações específicas para a análise de solvabilidade de consumidores e, em caso de inadimplência, da necessidade de que a execução de imóveis se dê a preços razoáveis. Há preocupação manifesta com a educação financeira de consumidores “*no que diz respeito à contração responsável de créditos e à gestão responsável de dívidas, em especial no que se refere a contratos de crédito hipotecário*” (art. 6º).

A comunicação publicitária deve conter informações “*leais, claras e não enganosas*” (art. 10º), incluindo nome do prestamista, eventuais intermediários, a extensão da garantia oferecida pelos mutuários, as taxas de juros fixas e variáveis, demais custos, duração do contrato e número de prestações e, se o contrato de crédito estiver sujeito a flutuações de taxas de câmbio, isso deve ser deixado claro (art. 11º).

O art. 12º autoriza as vendas associadas facultativas e proíbe as vendas associadas obrigatórias, exceto quando a concessão de financiamento imobiliário for condicionada à manutenção de conta de pagamentos, produtos de investimento que sirvam de garantia suplementar em caso de inadimplência e contratos de crédito autônomo conjuntamente com contratos de investimento partilhado. Permite-se que os mutuantes exijam dos mutuários a contratação de seguro para obtenção de contrato de crédito, desde que os consumidores possam optar por diferentes seguradores. Excepcionam-se as vendas associadas obrigatórias em que o mutuante demonstre a inviabilidade da venda separada e que resultem “*(...) num claro benefício para os consumidores se se tiver devidamente em conta a disponibilidade e os preços dos produtos em causa disponibilizados no mercado (...)*”. Em todos os casos, trata-se de produtos e serviços complementares. Economicamente, as vendas associadas facultativas são conhecidas como vendas em pacote e, em se tratando de bens complementares, têm potencial de aumentar o bem-estar de consumidores<sup>240</sup>. Já as vendas associadas obrigatórias são conhecidas como vendas casadas, estratégia competitiva que permite aos produtores extraírem mais excedentes dos consumidores, bem como dificultar o acesso de concorrentes a mercados, sendo, em geral, consideradas infração à ordem econômica.

O art. 13º trata de informações gerais, a serem disponibilizadas a qualquer momento, com destaque para finalidades para as quais o crédito pode ser utilizado, garantias, eventual duração dos contratos de crédito, breve descrição da taxa de juros, se fixa ou variável, impactos de variações de taxas de câmbio em contratos com taxas de juros ou correção do saldo devedor por moeda estrangeira, encargos associados aos empréstimos, indicação de

---

<sup>240</sup> LEWBEL, Arthur. *Bundling of substitutes or complements*. International Journal of Industrial Organization, Volume 3, Issue 1, March 1985, p. 101-107.

serviços acessórios e, “*se for o caso, o esclarecimento de que os serviços acessórios podem ser adquiridos a um prestador distinto do mutuante*” e uma advertência geral sobre as consequências de eventual inadimplemento.

O art. 14º disciplina as informações pré-contratuais. Neste sentido, há que se destacar a importância da prestação tempestiva de informações para que os consumidores tenham tempo suficiente para refletir sobre propostas, podendo os Estados-Membros estipular prazos para a reflexão dos consumidores. É importante destacar a obrigatoriedade de as instituições financeiras analisarem “*sem demora indevida após a prestação das informações necessárias pelo consumidor quanto às suas necessidades, situação financeira e preferências*”.

O capítulo 6, que compreende os arts. 18º a 20º, detalha a análise de adequação. O art. 18º trata da necessidade de que a avaliação de solvabilidade não se baseie predominantemente no valor do imóvel que exceda o crédito ou na perspectiva de valorização imobiliária, exceto quando o financiamento for voltado à construção ou realização de obras em imóvel de habitação. Os mutuários podem modificar ou resolver contratos caso consumidores omitam ou prestem informações falsas, não podendo fazê-lo em caso de erros na avaliação de solvabilidade. O art. 19º visa a assegurar uma avaliação do preço dos imóveis dados em garantia com suficiente independência “*(...) em relação ao processo de negociação e contratação do crédito, a fim de poderem elaborar avaliações imparciais e objetivas (...)*”. Por fim, o art. 20º determina que a avaliação de solvabilidade leve em conta “*(...) os rendimentos e as despesas do consumidor e outras circunstâncias financeiras e econômicas que lhe digam respeito (...)*”, que os consumidores sejam sensibilizados para a necessidade de prestar informações corretas e que as informações sejam fornecidas por meio de documentos passíveis de verificação independente.

O art. 22º determina que os prestadores de serviços de consultoria para tomada de financiamento se identifiquem como tal, declarando a gama de produtos analisados previamente à recomendação e o valor ou a fórmula de remuneração. Os consultores que se declararam independentes devem assegurar-se de avaliar uma vasta gama de contratos de

crédito. Além disso, tanto os mutuantes quanto outros intermediários devem obter “*as informações necessárias (e atualizadas) sobre a situação pessoal e financeira do consumidor e as suas preferências e objetivos, a fim de poderem recomendar os contratos de crédito adequados*”, recomendando apenas contratos de crédito adequados.

Os contratos de crédito em moedas estrangeiras devem assegurar que o consumidor tenha o direito de converter, em condições pré-determinadas, a dívida para a moeda em que esteja denominada a maior parte de seus rendimentos ou a moeda do Estado em que resida ou que o consumidor tenha meios de limitar o risco cambial a que esteja exposto, como, por exemplo, com a contratação de derivativos cambiais para fins de *hedge*. Quando os consumidores não estiverem protegidos das variações nas taxas de câmbio, na fase pré-contratual, devem receber um exemplo do impacto de uma flutuação de 20% na taxa de câmbio, e, na fase pré-contratual, ser informados sempre que as flutuações na taxa de câmbio impliquem aumento de 20% no saldo devedor ou nas prestações (art. 23º). Já os créditos concedidos a taxas variáveis devem ser “*claros, acessíveis, objetivos e verificáveis*” (art. 24º). Alterações nas taxas devedoras e seus efeitos sobre prestações devem ser informados aos consumidores antes que produzam efeitos (art. 25º).

Em grande medida, as inovações da Diretiva 2014/17 visam a diminuir a probabilidade que mutuários não compreendam ou não sejam capazes de suportar, em cenários de estresse de mercado, aumento no serviço da dívida em financiamentos atrelados a taxas flutuantes e/ou moedas estrangeiras, como ocorreu no leste europeu, Espanha, Irlanda e Portugal.

### 3.2.2.2 Diretiva 2014/65 (DMIF/MiFID II) e Regulamento Delegado 2017/565 (RMIF/MiFIR), relativos aos mercados de instrumentos financeiros

Em 20 de outubro de 2011, a Comissão Europeia iniciou o processo de revisão da DMIF I que culminou na edição da Diretiva 2014/65 (DMIF II), cujo art. 94º revoga a Diretiva 2004/39 (DMIF I). Posteriormente, a DMIF II foi complementada pelo Regulamento Delegado 2017/564 (RMIF, cuja sigla em inglês é MiFIR), que, além da proteção dos

investidores, visa a aumentar transparência e eficiência de mercados de balcão, plataformas de negociação e negociadores de alta frequência.

Entre as mudanças gerais, cabe citar a inclusão dos direitos de emissão de gases de efeito estufa no rol de instrumentos financeiros (Anexo I, Seção C, nº 11). Além disso, as autoridades públicas locais e autarquias foram explicitamente incluídas entre os clientes não profissionais que podem ser tratados como profissionais mediante pedido (Anexo II). Se vigente antes da crise de 2008, isso poderia ter contribuído para oferta adequada de derivativos de taxas de juros aos governos locais na Itália (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo).

As normas relativas à proteção dos investidores encontram-se na Seção 2 (arts. 24º a 30º) do Título II do Capítulo II da Diretiva 2014/65 e nas Seções 1 a 4 (arts. 44º a 63º) do Capítulo III, do Regulamento Delegado 2017/564. Para este trabalho, são de especial interesse os princípios gerais a serem observados na prestação de serviços de investimento (art. 24º da DMIF II e arts. 44º a 53º do RMIF) e os deveres de fornecer informações e ofertar produtos e serviços adequados ou apropriados às necessidades dos clientes e clientes em potencial (art. 25º da DMIF II e arts. 54º a 63º do RMIF).

As mudanças aprimoraram a regulação de toda a cadeia de distribuição de instrumentos financeiros, inclusive criadores e emissores, aumentam o detalhamento sobre a qualidade, tempestividade e periodicidade das informações prestadas a clientes, e ampliam as exigências para aconselhamento independente e mitigação de conflitos de interesses. Além disso, em caso de vendas de produtos e serviços em pacote, há a preocupação com a divulgação de informações consolidadas e avaliação de adequação relativas a riscos, retornos e custos. Por fim, mesmo entre as chamadas contrapartes elegíveis, grupo em que, teoricamente, as assimetrias são menores, a Diretiva comunitária trouxe requisitos em matéria de informação e de apresentação de relatórios relativos a instrumentos e transações financeiras mais complexos.

O art. 24º da DMIF II, intitulado “*normas de conduta a seguir na prestação de serviços de investimento aos clientes*”, traz os princípios gerais e informações prestadas aos clientes, substituindo o art. 19º da Diretiva 2004/39. Assim como o nº 1 do art. 19º da Diretiva 2004/39, o nº 1 do art. 24º enuncia os deveres de atuação de “*forma honesta, equitativa e profissional, em função do interesse dos clientes*”. Tais princípios gerais têm a função de preencher lacunas inerentes aos deveres de conduta, por mais detalhados que sejam.

O nº 2 do art. 24º traz novidades em relação à DMIF I ao exigir das empresas produtoras de instrumentos financeiros a identificação prévia das categorias de clientes a que os produtos se destinam, a compatibilidade entre a estratégia de distribuição e os mercados-alvo identificados, a tomada de medidas que assegurem a distribuição dos instrumentos financeiros aos mercados-alvo e a avaliação da “*compatibilidade dos instrumentos financeiros com as necessidades dos clientes*”, assegurando “*que só sejam oferecidos ou recomendados instrumentos financeiros caso tal seja do interesse do cliente*”. O objetivo é ancorar a avaliação de adequação dos clientes ou clientes potenciais.

Embora as obrigações do nº 2 do art. 24º não se confundam com a avaliação personalizada de adequação e do caráter apropriado realizada pelos intermediários financeiros em contato direto com os clientes, a DMIF II é silente quanto à possibilidade de responsabilização civil dos produtores de instrumentos financeiros. Entendemos que os produtores de instrumentos financeiros podem ser responsabilizados civilmente se as falhas nas obrigações impostas pelo nº 2 do art. 24º forem decisivas para que intermediários financeiros se equivoquem quanto aos atributos dos produtos e serviços ofertados, avaliando erroneamente a adequação ou caráter apropriado dos instrumentos financeiros ofertados ou recomendados.

O nº 3 do art. 24º da DMIF II mantém a redação do nº 2 do art. 19º da Diretiva 2004/39, obrigando os intermediários financeiros a prestarem informações “*corretas e claras e não induzir em erro*”, bem como identificarem claramente as comunicações comerciais. O artigo 44º do RMIF detalha aspectos essenciais a serem observados na prestação de informações. A comunicação deve ser compreensível para um elemento médio do grupo ao

qual se dirige, com riscos indicados de modo visível e em letra de tamanho igual ou maior que o predominante no resto da comunicação. Os elementos críticos não podem ser subestimados ou ocultados e as informações devem ser na mesma língua em todas as formas de comunicação, exceto se os clientes aceitarem receber informações em outros idiomas. Em contexto de abertura financeira, isso diminui a probabilidade que informações relevantes sobre atributos dos produtos e serviços sejam negligenciadas, como ocorreu com muitos investidores finlandeses de adquirir os CDO do *Lehman Brothers*.

O art. 44º do RMIF também contém regulamentação detalhada sobre a forma de apresentação dos resultados passados (efetivos ou simulados) e futuros (projetados). A indicação de resultados não pode ser o aspecto mais proeminente da comunicação e os períodos de referência e fontes usados devem ser claramente informados. Quando os retornos forem apresentados em moedas estrangeiras, o risco cambial deve ser ressaltado. Além disso, deve haver explicação de que os valores apresentados não constituam indicador de resultados futuros, bem como divulgação do efeito sobre o resultado bruto de comissões, remunerações e outros encargos. Os intermediários também devem deixar claro quando os resultados projetados adotam premissa de algum tratamento tributário específico, enfatizando a possibilidade de mudanças futuras. Nos produtos já em circulação, os resultados dos últimos cinco anos ou a partir de quando o produto for ofertado devem ser apresentados baseando-se em períodos completos de doze meses. Quanto aos produtos novos que não possuam séries de rendimentos passados, as simulações do passado devem ser baseadas em resultados efetivos de instrumentos financeiros ou índices *“que sejam idênticos ou substancialmente idênticos ou estejam subjacentes ao instrumento financeiro em causa”*. Por fim, as projeções de rendimentos futuros devem basear-se em pressupostos razoáveis, apoiados por dados objetivos e com apresentação de diferentes cenários de desempenho, inclusive negativos.

Quanto ao conteúdo das informações, o nº 4 do art. 24º da DMIF II mantém a obrigatoriedade, presente no nº 3 do art. 19º da Diretiva 2004/39, de prestação de informações sobre as *“empresas de investimento e seus serviços”* os *“instrumentos financeiros”* e as *“estratégias de investimento propostas, aos locais de execução e a todos os custos e despesas relacionadas”*. O art. 29º da Diretiva 2006/73 e o art. 46º do RMIF

enfatizam a importância de que essas informações, bem como quaisquer alterações significativas, sejam prestadas tempestivamente, para que os clientes ou clientes potenciais tenham tempo para fazer reflexão adequada. Comunicações comerciais que incluam formulários para conclusão de negócios devem ser acompanhadas de informações mais detalhadas.

A grande diferença entre as normas é que a Diretiva de 2006 se aplicava somente aos clientes não profissionais, ao passo que o RMIF disciplina a relação com todos os clientes. Seu art. 45º institui a obrigação de as empresas de investimento notificarem seus clientes a respeito da categoria que lhes foi atribuída: cliente não profissional, cliente profissional ou contraparte elegível, sendo o grau de autonomia inverso ao grau de proteção conferido às diferentes categorias. Os clientes têm direito a requerer classificação em categoria diferente da atribuída, em conformidade com o Anexo II da DMIF II. Por outro lado, as empresas de investimento, por iniciativa própria, apenas podem alterar a classificação dos clientes em relação ao disposto em norma de modo a aumentar o grau de proteção conferido.

Os prestadores de serviço de consultoria para investimentos devem informar com antecedência suficiente seus clientes ou clientes potenciais se a consultoria “é ou não prestada numa base independente”, “tem por base uma análise do mercado mais ampla ou mais limitada de diferentes tipos de instrumentos financeiros”, especialmente se os produtos ofertados foram emitidos ou fornecidos por entidades com relação estreita com a empresa que presta consultoria e que possa gerar conflitos de interesses, e “se a empresa de investimento apresenta ao cliente uma avaliação periódica da adequação dos instrumentos financeiros recomendados aos clientes” (art. 24º, nº 4, a). O art. 47º do RMIF detalha as informações que devem ser fornecidas sobre a empresa de investimento, os respectivos serviços prestados e a política em relação a conflitos de interesses. Caso prestem serviço de gestão de carteiras, devem explicar a metodologia de precificação de instrumentos financeiros e incluir informações sobre o nível de tomada de riscos e grau de discricionariedade dos gestores de carteiras.

Além de orientações e avisos sobre os riscos inerentes aos instrumentos financeiros que também constava da norma de 2004, os intermediários devem informar “*se o instrumento financeiro se destina a clientes profissionais ou não profissionais, tendo em conta o mercado-alvo identificado* (pelos criadores do produto ou serviço)” e os riscos das estratégias de investimentos propostas (art. 24º, nº 4, b). Esse mandamento visa a assegurar que os clientes tenham como saber se estão enquadrados nos mercados-alvo identificados pelos criadores dos instrumentos financeiros. Segundo o art. 48º do RMIF, as informações sobre riscos devem necessariamente tratar da volatilidade, obstáculos para desinvestimento e a possibilidade de compromissos financeiros superarem os custos de aquisição dos instrumentos financeiros. Em caso de oferta conjunta de instrumentos financeiros, a interação de riscos deve ser explicitada. Isso se aplica, por exemplo, a financiamentos concedidos conjuntamente a derivativos de taxas de juros e de câmbio cuja distribuição esteja sujeita à DMIF II.

A DMIF II também passou a exigir maior detalhamento das informações prestadas sobre custos e encargos, com a discriminação dos custos da consultoria, “*do instrumento financeiro recomendado ou vendido ao cliente e o modo como o cliente pode proceder ao seu pagamento, abrangendo também quaisquer pagamentos a terceiros*”. Além disso, os custos não associados a riscos de mercado devem ser agregados para permitir que os clientes identifiquem “*o efeito cumulativo sobre o retorno do investimento*”. Finalmente, “*essas informações devem ser transmitidas regularmente ao cliente, pelo menos uma vez por ano, durante o período do investimento*” (art. 24º, nº 4, c). O que objetiva com o maior detalhamento da norma é evitar situações em que os clientes sejam induzidos a superestimar os retornos devido à incompreensão da estrutura de custos.

O art. 49º do RMIF determina que os clientes ou clientes potenciais sejam informados se seus instrumentos financeiros ou fundos possam ser detidos por terceiros sujeitos a outra legislação e, caso a empresa de investimento utilize valores mobiliários dos clientes em operações de empréstimos, os riscos desse tipo de operação sejam explicitados.

As informações sobre custos e encargos associados devem ser discriminadas pelos custos dos diferentes serviços prestados, dos instrumentos financeiros vendidos, da forma de pagamento e abranger todos os pagamentos a terceiros. As informações referentes aos custos e encargos que não digam respeito a um risco de mercado subjacente também devem ser agregadas para possibilitar ao cliente conhecer o custo global. De acordo com o art. 50º do RMIF, quando houver obrigações em moedas estrangeiras, os encargos de conversão cambial devem ser explicitados, o efeito dos custos sobre a rentabilidade deve ser apresentado tanto com base no que foi efetivamente observado, quanto em simulações futuras, e a informação dos custos efetivamente incorridos deve ser fornecida em base personalizada.

O art. 24º, nº 5, da DMIF II, assim como o art. 19º, nº 3 da Diretiva 2004/39, determina o fornecimento de “*informações adequadas e compreensíveis*” para a tomada de “*decisões de investimento de forma informada*”. Adicionalmente, a DMIF II especifica que as informações devem permitir a compreensão razoável dos “*riscos inerentes ao serviço de investimento e ao tipo específico de instrumento financeiro que é oferecido*”. Ambas as normas permitem que os reguladores nacionais autorizem o fornecimento de informações mais importantes em formato normalizado, o que facilita a comparabilidade entre diferentes produtos e serviços.

O art. 24º, nº 5, da DMIF II anuncia os requisitos para que uma consultoria para investimento seja considerada independente. O primeiro deles diz respeito à gama de instrumentos financeiros ofertados, “*que devem ser suficientemente diversificados quanto ao seu tipo e emitentes ou fornecedores de produtos para garantir que os objetivos de investimento do cliente possam ser adequadamente satisfeitos*” e não se limitem aos instrumentos ofertados pela empresa de investimento ou entidade com as quais ela mantenha relações jurídicas ou econômicas que possam colocar “*em risco a independência do serviço de consultoria prestado*”. O segundo requisito diz respeito à forma de remuneração dos consultores independentes, que não devem aceitar “*remunerações, comissões ou quaisquer prestações monetárias ou não monetárias pagas ou concedidas por qualquer terceiro ou por uma pessoa que atue em nome de um terceiro em relação à prestação do serviço aos clientes*”. Há exceção para prestações não monetárias, desde que

não sejam significativas, possam melhorar a qualidade do serviço prestado e sejam claramente comunicadas aos clientes. Vale ressaltar que a forma de remuneração do serviço de gestão de carteiras (art. 24º, nº 8, da DMIF II) segue as mesmas regras da remuneração de consultores independentes.

O art. 53º do RMIF determina que os prestadores de serviço de consultoria independente devem “*definir e aplicar um processo de seleção para avaliar e comparar uma gama suficiente de instrumentos financeiros disponíveis no mercado*”, com base em critérios que levem em conta riscos, custos e complexidade, garantindo que não crie um viés de seleção. Adicionalmente, a empresa deve analisar um número representativo dos instrumentos financeiros disponíveis no mercado. Os consultores independentes centrados em categorias restritas de instrumentos financeiros devem assegurar que suas políticas de promoção atraiam apenas clientes com conhecimentos, necessidades e objetivos que correspondam ao perfil dos produtos e serviços ofertados, além de “*exigir que os clientes indiquem que apenas estão interessados em investir na categoria ou gama de instrumentos financeiros especificada*”.

Devido aos potenciais conflitos de interesse, a DMIF II regulamenta a forma pela qual os intermediários financeiros são remunerados e remuneram seu pessoal. O art. 24º, nº 9, determina, como regra geral, que os intermediários financeiros recebam prestações monetárias e não monetárias diretamente por seus clientes ou pessoas agindo em nome dos clientes. Uma primeira exceção diz respeito aos custos de custódia, comissões de compensação e troca, taxas obrigatórias ou despesas de contencioso, quando não sejam suscetíveis de causar conflitos de interesse. A segunda exceção refere-se ao caso em que a prestação se destine a melhorar a qualidade do serviço prestado e “*não interfira na obrigação da empresa de investimento de agir de forma honesta, equitativa e profissional, com vista a melhor servir o interesse dos seus clientes*.” Nesse caso, o montante das prestações, seu método de cálculo e, se for o caso, os mecanismos de transferência, devem ser divulgados aos clientes “*de modo completo, exato e compreensível, antes da prestação do serviço de investimento ou auxiliar relevante*”. A remuneração e as avaliações de desempenho do pessoal devem ser desenhadas para que não entrem em conflito de interesses com os clientes, com especial atenção para evitar-se a recomendação de

produtos ou serviços que não sejam aqueles que melhor atendam às necessidades de clientes não profissionais (art. 24º, nº 10).

O art. 27º do RMIF determina que as políticas e práticas de remuneração sejam aprovadas pelo órgão de administração e implementadas e monitoradas pela diretoria. Os critérios de remuneração não devem levar em conta apenas ou predominantemente aspectos comerciais quantitativos, mas também *“critérios qualitativos adequados que reflitam o cumprimento da regulamentação aplicável, o tratamento equitativo dos clientes e a qualidade dos serviços prestados aos clientes”*.

O art. 24º, nº 11, não proíbe a prática de vendas em pacote e vendas casadas de produtos e serviços, mas exige que os clientes sejam informados *“se é possível adquirir separadamente os diferentes componentes e apresentar informações distintas sobre os custos e despesas de cada componente”* e, em se tratando de clientes não profissionais, caso os riscos do pacote ofertado sejam diferentes dos riscos dos diferentes componentes, como ocorre quando há contratação de financiamento com um instrumento financeiro que oferece proteção parcial para alta nos índices que corrigem o saldo do financiamento, que se forneça *“uma descrição adequada dos diferentes componentes do acordo ou pacote e do modo como a sua interação modifica os riscos”*.

O art. 25º da DMIF II diz respeito às avaliações de adequação e do caráter apropriado que, assim como na Diretiva 2004/39, foram traduzidas para o Português como avaliação de adequação, embora sejam ligeiramente distintas<sup>241</sup>. A avaliação de adequação deve ser realizada quando forem prestados serviços de consultoria para investimentos e gestão de carteiras e envolve análise dos conhecimentos e experiências prévias com os produtos ou serviços oferecidos, a situação financeira e os objetivos de investimentos dos clientes ou clientes em potencial. Já a avaliação do caráter apropriado deve ser realizada nos outros serviços e atividades de investimento e nos serviços auxiliares e envolve apenas a análise

<sup>241</sup> Essa imprecisão não consta das versões em inglês, alemão, espanhol, francês e italiano da Diretiva 2014/65 e do Regulamento, em que as avaliações de adequação e do caráter apropriado são denominadas, respectivamente, *“assessment of suitability and appropriateness”*, *“beurteilung der eignung und zweckmäßigkeit”*, *“evaluación de idoneidad y conveniencia”*, *“evaluation de l’adéquation et du caractère approprié”* e *“valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza”*.

de conhecimentos e experiências dos clientes ou clientes em potencial com os produtos ou serviços oferecidos. Portanto, ainda que ambas pressuponham o cumprimento do dever de informar por parte dos intermediários financeiros e a avaliação dos conhecimentos e experiências prévias dos clientes ou clientes em potencial, a avaliação de adequação contém outros deveres, sendo, portanto, mais abrangente.

O nº 1 do art. 25º da DMIF II determina que as empresas de investimento assegurem que os prestadores de serviços de consultoria para investimentos ou que forneçam informações aos clientes possuam os conhecimentos e as competências necessárias para tal tarefa, em especial atenção aos princípios gerais e deveres elencados no art. 24º. Embora não constasse explicitamente, é possível entender tal dever como implícito na DMIF I.

Tanto a DMIF I, quanto a DMIF II, estipulam que os prestadores de serviços de consultoria para investimentos e gestão de carteiras ofertem apenas produtos adequados aos seus clientes ou clientes potenciais, ao passo que os intermediários financeiros que prestem outros serviços de investimento devem, como regra geral, ofertar apenas instrumentos apropriados aos seus clientes. Tanto a avaliação de adequação, quanto a avaliação do caráter apropriado dos investimentos devem levar em conta os conhecimentos e experiências prévias dos clientes ou clientes potenciais, mas só a primeira também deve levar em conta sua situação financeira e seus objetivos de investimento. Não há obrigação de realização dos testes de adequação, nem do caráter apropriado, em caso de prestação de serviços de recepção, transmissão e/ou execução de ordens relativas a instrumentos financeiros não complexos, desde que o serviço tenha sido prestado por iniciativa exclusiva do cliente.

O nº 2 do art. 25º da DMIF II é o núcleo duro da avaliação de adequação. É inovador em relação à Diretiva 2004/39 ao enfatizar a capacidade de suportar perdas entre os aspectos a serem levados em conta na avaliação de situação financeira e o grau de tolerância ao risco entre os fatores relevantes nos objetivos de investimento. Outra novidade é que, quando consultores recomendarem a venda de pacotes de produtos e serviços, a avaliação de adequação deve ser feita com relação ao pacote como um todo, não apenas aos produtos

isoladamente. Em conjunto com a norma do art. 24º, nº 11, o objetivo é evitar que consumidores adquiram produtos – frequentemente de emissores diferentes – que individualmente sejam adequados, mas que, conjuntamente, sejam inadequados.

O art. 54º do RMIF esclarece que as empresas de investimento podem presumir que os clientes profissionais tenham experiências e conhecimentos necessários, e possam suportar financeiramente quaisquer riscos de investimento em relação aos produtos, transações e serviços para os quais são considerados profissionais. Também merece destaque o esclarecimento que, caso a avaliação de adequação seja realizada por sistema automatizado ou semi-automatizado (os robôs de investimentos), a responsabilidade pela avaliação de adequação recai sobre a empresa de investimentos. Em caso de cliente pessoa jurídica ou grupo de pessoas, a empresa de investimentos deve ter uma política que determine “*de quem serão recolhidas as informações sobre conhecimentos e experiência, situação financeira e objetivos de investimento.*” As empresas de investimento também devem assegurar a confiabilidade das informações oferecidas, verificando a coerência e analisando se há inexatidões manifestas. O art. 54, nº 11, determina que recomendações de mudanças de investimentos sejam precedidas de “*uma análise dos custos e benefícios da mudança, de modo a que possam demonstrar razoavelmente que os benefícios da mudança são superiores aos custos.*” Por fim, o art. 54, nº 12, explica que, após o estabelecimento do serviço inicial, os relatórios de adequação fornecidos não devem repetir todos os elementos do primário, limitando-se a “*abrir as alterações nos serviços ou instrumentos e/ou nas circunstâncias do cliente*”. Tal mandamento visa a impedir que as atualizações dos relatórios de adequação sejam utilizadas pelos intermediários para se isentar da responsabilidade por erros em relatórios de adequação anteriores.

O nº 3 do art. 25º da DMIF II versa sobre a avaliação de caráter apropriado, a ser realizada em serviços de investimentos diferentes de consultoria para investimentos e gestão de carteiras – recepção, transmissão e/ou execução de ordens em nome de clientes, negociação por conta própria, colocação de instrumentos financeiros com ou sem garantia e exploração de plataformas de negociação de instrumentos financeiros. A avaliação do caráter apropriado leva em conta apenas conhecimentos e experiências prévias dos clientes ou clientes em potencial com os instrumentos financeiros ou pacote de produtos e serviços

ofertados. Segundo o art. 55º do RMIF, que também se aplica à análise de adequação, a avaliação de conhecimentos e experiência dos clientes ou clientes em potencial com instrumentos financeiros deve levar em conta os tipos de serviços, transações e instrumentos financeiros com os quais o cliente já está familiarizado, a natureza, o volume e a frequência das transações já realizadas e o nível de habilitações e as profissões já exercidas pelo cliente ou cliente potencial. Os intermediários financeiros devem alertar seus clientes ou clientes em potencial quando as informações fornecidas forem insuficientes ou considerem que o instrumento financeiro ou pacote em questão não seja apropriado às necessidades e/ou objetivos de seus clientes ou clientes em potencial. A única mudança em relação à DMIF I diz respeito à necessidade de avaliação do caráter apropriado do pacote de produtos e serviços como um todo, em consonância com a DMIF II, art. 24º, nº 11.

Assim, como na DMIF I, o nº 4 do art. 25º da MFID II determina que as empresas de investimento que prestem apenas os serviços de recepção, transmissão e/ou execução de ordens em nome de clientes com ou sem serviços auxiliares fiquem dispensadas de realizar a avaliação de adequação quando o serviço for prestado por iniciativa do cliente e diga respeito apenas a instrumentos financeiros não complexos. Tal exceção não se aplica quando esses serviços forem ofertados em conjunto com serviços auxiliares da gestão de tesouraria e de garantias. Isso ocorre porque o serviço prestado se aproxima da gestão de carteiras. Os clientes devem ser informados de que a dispensa de avaliação de adequação implica menor grau de proteção. A DMIF II, embora não contenha rol taxativo, enumera instrumentos financeiros considerados não complexos:

- a) ações admitidas à negociação em mercados regulamentados e que não incluam instrumentos derivativos;
- b) obrigações ou outras formas de dívida admitidas à negociação em mercados regulamentados e que não incluam instrumentos derivativos ou que tenham uma estrutura que torne difícil para o cliente compreender os riscos envolvidos;
- c) instrumentos do mercado monetário e que não incluam instrumentos derivativos ou que tenham uma estrutura que torne difícil para o cliente compreender os riscos envolvidos

- d) ações ou unidades de participação em organismos de investimentos coletivo, desde que não tenham características de produtos estruturados;
- e) depósitos estruturados, desde que não incorporem estrutura que torne difícil para o cliente compreender os riscos envolvidos;

O RMIF, art. 57º, alínea a) exclui da noção de instrumentos financeiros não complexos os valores mobiliários que confirmam o direito à compra ou venda de outros valores mobiliários ou que deem origem a uma liquidação em dinheiro, determinada por referência a valores mobiliários, divisas, taxas de juro ou de rendimento, mercadorias ou outros índices ou indicadores, bem como derivativos, contratos diferenciais e licenças de emissão de gases com efeito estufa. As alíneas b) a f) descrevem cinco características dos instrumentos financeiros não complexos:

- b) Verificam-se com frequência oportunidades para alienar, resgatar ou realizar esse instrumento a preços que se encontrem publicamente à disposição dos participantes no mercado, correspondendo a preços de mercado ou a preços disponibilizados, ou validados, por sistemas de avaliação independentes do emitente;
- c) Não estão envolvidas as responsabilidades efetivas ou potenciais do cliente, que excedam o custo de aquisição do instrumento;
- d) Não integra uma cláusula, condição ou fator de desencadeamento suscetível de alterar radicalmente a natureza ou o risco do investimento ou perfil de pagamento, tais como investimentos que incorporam o direito de converter o instrumento num investimento diferente;
- e) Não inclui quaisquer encargos de saída explícitos ou implícitos que tenham por efeito tornar o investimento ilíquido, embora existam oportunidades tecnicamente frequentes para o alienar, resgatar ou realizar;
- f) Estão publicamente disponíveis informações adequadamente completas sobre as suas características, sendo passíveis de compreensão rápida, de modo a permitir que o cliente não profissional médio possa fazer uma avaliação informada sobre a oportunidade de realizar uma transação sobre esse instrumento.

O art. 25º, nº 5, da DMIF II reproduz a redação do art. 19º, nº 7, da Diretiva 2004/39, ao exigir que as empresas de investimento criem um registro que inclua o(s) documento(s) que enuncie(m) e delimite(m) os direitos e obrigações das partes. Devido a esse dever, o ônus probatório relativo ao cumprimento da avaliação de caráter apropriado recai sobre os intermediários financeiros. O art. 56º do RMIF enfatiza que esses registros devem conter, além da avaliação propriamente dita, eventuais avisos dados ao cliente de que o produto ou

serviço em questão seja potencialmente inapropriado ou que as informações obtidas não sejam suficientes para a realização da avaliação do caráter adequado.

O art. 25º, nº 6, da DMIF II, que disciplina os relatórios elaborados pelos intermediários financeiros sobre os serviços prestados aos clientes, mantém a obrigação, presente no art. 19º, nº 8, da Diretiva 2004/39, de divulgação de relatórios de serviços prestados aos clientes, que incluam os custos das transações e serviços. A DMIF II apresenta diversos requisitos adicionais. O primeiro deles é que os relatórios sejam prestados em suporte duradouro, para que possam ser consultados sempre que necessário. O segundo é a necessidade de comunicações periódicas entre os intermediários financeiros e clientes em função do tipo de instrumento financeiro e serviço prestado. Isso ocorre porque carteiras com instrumentos financeiros mais complexos e de maior risco demandam comunicação mais frequente. O art. 61º do RMIF esclarece que a obrigatoriedade de envio desses relatórios se aplica tanto a clientes não profissionais, quanto clientes profissionais.

As avaliações de adequação realizadas nos serviços de consultoria de investimentos e gestão de portfólios também devem ser comunicadas por relatórios periódicos aos clientes não profissionais. No caso dos serviços de consultoria de investimentos, a avaliação de adequação deve ser feita a cada recomendação de instrumentos financeiros e o aspecto mais relevante é a tempestividade. Por isso, as empresas de investimento que prestam consultoria para investimentos devem fornecer um documento relativo à adequação, que *“especifique o aconselhamento prestado e o modo como esse aconselhamento corresponde às preferências, aos objetivos e a outras características do cliente”*. Esse documento de adequação deve ser fornecido antes da transação ser efetuada ou, quando isso não for possível, *“imediatamente após esse cliente ter ficado vinculado por qualquer acordo”*, desde que o cliente tenha dado autorização para receber o documento relativo à avaliação e adequação após a conclusão da transação e a empresa de investimentos tenha dado ao cliente a possibilidade de atrasar a transação a fim de receber antecipadamente o documento referente à avaliação e adequação. Evidentemente que isso não se aplica aos gestores de portfólio, que negociam em nome de clientes de acordo com parâmetros previamente estipulados. Nesse caso, o importante é assegurar que o portfólio continue sendo adequado ao perfil do cliente. Por essa razão, os prestadores de serviços de gestão de

carteiras são obrigados a revisar periodicamente as avaliações de adequação, coletando declarações atualizadas relativas às características dos clientes não profissionais.

Nos serviços de gestão de carteiras, a periodicidade mínima de envio de informações é mensal para carteiras alavancadas, anual quando “*o cliente opta por receber as informações sobre as transações executadas numa base transação a transação*” e trimestral nos demais casos, podendo o prestador de serviços que disponibiliza sistema de acesso às informações comprovar o cumprimento desse dever por meio do registro de acesso do cliente no trimestre de referência (RMIF, art. 60º). Nos serviços de execução periódicas de ordens, os intermediários financeiros devem disponibilizar relatório com informações com periodicidade mínima semestral (RMIF, art. 59º).

O art. 62º do RMIF determina que os prestadores de serviços de gestão de carteiras informem seus clientes profissionais e não profissionais sempre que o valor global da carteira diminuir 10% em relação à avaliação inicial “*e, seguidamente, em múltiplos de 10%*”. As empresas que detenham contas de clientes não profissionais com posições em instrumentos financeiros alavancados ou passivos contingentes devem informar seus clientes não profissionais sempre que o de cada instrumento diminuir 10% em relação à avaliação inicial “*e, seguidamente, em múltiplos de 10 %*”. Em ambos os casos, a comunicação deve se dar, no mais tardar, até o final do dia útil subsequente ao dia em que o limiar foi ultrapassado. Tal medida é bastante positiva, pois além de reforçar deveres informacionais em momentos críticos, tende a mitigar a aversão a perdas.

Os art. 25º, nº 7, e o art. 24º, nº 6, da DMIF II reproduzem a inteligência do art. 19º, nº 9 da Diretiva 2004/36, segundo a qual produtos e serviços de investimento ofertados no quadro de produtos financeiros sujeitos a normas específicas não estão sujeitos à DMIF II, como os financiamentos em moedas estrangeiras ou os financiamentos multimoedas sem oferta conjunta de derivativos para *hedge*.

Em decorrência do caso Genil (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo), a DMIF II é mais clara que a DMIF I a respeito da responsabilidade civil decorrente da violação das normas de

conduta. Seu art. 69º, 2º, parte final determina que cada Estado-membro, em conformidade com sua legislação, assegure a existência de “*mecanismos que garantam o pagamento de uma indemnização ou a tomada de outra medida corretiva (...), para compensar qualquer perda financeira ou outro dano sofrido (...)*”.

Embora o art. 93º da DMIF II tenha estipulado sua transposição para as legislações dos países constituintes até 3 de julho de 2016 e seu art. 94º tenha revogado a Diretiva 2004/39 com efeitos a partir de 3 de janeiro de 2017, diversos países não cumpriram o prazo, levando a ESMA a adiar o prazo de transposição para 3 de julho de 2017 e o de vigência para 3 de janeiro de 2018. Na França, a *Ordonnance 2017-1107*, de 22 de junho de 2017 transpôs a DMIF II e o RMIF ao Código Monetário e Financeiro. Ainda assim, outros países não conseguiram cumprir o prazo determinado pela ESMA. Na Itália, a DMIF II foi transposta pelo “*Regolamento intermediari*” da CONSOB, de 15 de fevereiro de 2018, em Portugal, pela Lei 35, de 20 de julho de 2018, e na Espanha pelo Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de setembro de 2018. Devido ao elevado nível de detalhamento da DMIF II e do RMIF, bem como à competência regulamentar da ESMA, as normas de transposição tendem a ser mais sintéticas e referenciadas na Diretiva 2014/65 e regulamentos delegados.

No Reino Unido, emenda 701 à “*Financial Services and Markets Act*”, de 22 de junho de 2017, substituiu as referências à Diretiva 2004/39 pela Diretiva 2014/65 nas normas que a *Financial Conduct Authority* (FCA) deve seguir em seus regulamentos. A FCA incorporou a DMIF II seu livro de referência de condutas em 1 outubro de 2018. Devido à aprovação da saída do Reino Unido da União Europeia em consulta popular realizada em 2016, há grande incerteza sobre quais normas comunitárias serão revogadas ou modificadas. A FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018a)<sup>242</sup> submeteu à consulta pública uma proposta de adequação de seu livro de referência de condutas, publicando o Comunicado 19/5, de 28 de fevereiro de 2019, atualizado em 26.09.2019, com as prováveis

---

<sup>242</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018a). CP18/28: *Brexit: proposed changes to the Handbook and Binding Technical Standards – first consultation*. October, 2018. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp18-28.pdf>. Acesso em 18.02.2019.

mudanças após o *Brexit*<sup>243</sup>. As principais diferenças dizem respeito à relação ao acesso das empresas de investimento da União Europeia ao mercado do Reino Unido. No que diz respeito ao objeto deste trabalho, não há mudança significativa, pois as obrigações impostas nos Capítulos 9 e 10, que tratam das avaliações de adequação e do caráter apropriado, foram mantidas.

### 3.2.2.3 Diretiva 2016/97 e Regulamento Delegado 2017/2359, relativos à distribuição de seguros

A Diretiva 2016/97, também conhecida como Diretiva de Distribuição de Seguros (DDS, cuja sigla em inglês é IDD), revogou diversos dispositivos da Diretiva 2002/92 e, no caso da distribuição de produtos de seguros com componente de investimentos, é complementada pelo Regulamento Delegado 2017/2359, que detalha os deveres de conduta quanto a conflitos de interesses e o dever de os intermediários ofertarem produtos e serviços adequados ou apropriados aos clientes.

De maneira análoga e harmonizada com a DMIF II, a DDS fortaleceu os deveres informacionais dos intermediários do mercado de seguros, com determinações específicas voltadas à maior transparência de custos e encargos, detalhamento das condutas voltadas à mitigação de conflitos de interesses, disposição sobre vendas de seguros em pacotes, responsabilização para criadores de contratos de seguros e maior aprofundamento na obrigação de os intermediários ofertarem apenas produtos de investimento com base em seguro adequados ou apropriados aos seus clientes ou potenciais clientes.

O art. 17º da DDS determina que os mediadores de seguros e empresas de seguros atuem “*de forma honesta, correta e profissional, em conformidade com os melhores interesses dos seus clientes*”, dando informações “*corretas, claras e não enganosas*” e com mecanismos de incentivo como remuneração e avaliações de desempenho de empregados que não entrem em conflito de interesses com clientes ou potenciais clientes.

---

<sup>243</sup> FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2019). *Temporary Transitional Power directions and Brexit policy statement (PS19/5)*. FCA, 28 de fevereiro de 2019, atualizado em 26.09.2019. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-05-appendix-1.pdf>. Acesso em 03.11.2019.

O art. 18º da DDS disciplina as informações básicas a serem fornecidas para os clientes sobre os mediadores e empresas de seguros a respeito de sua identidade, endereço e serviços prestados. O art. 19º traz medidas voltadas a trazer maior transparência ao mercado e explicitar eventuais conflitos de interesses entre os mediadores de seguros e seus clientes ou potenciais clientes. Com a devida antecedência em relação à celebração de contrato de seguro, os mediadores de seguros devem informar sobre participações societárias superiores a 10% em empresas de seguros, se os contratos propostos ou sobre os quais se presta aconselhamento são baseados “*numa análise imparcial e pessoal*”, se a distribuição de seguros se dá com ou sem contrato de exclusividade e para que empresas de seguros são prestados serviços. Os mediadores de seguros também devem informar a natureza da remuneração, ou seja, eventuais comissões incluídas no prêmio de seguro, vantagens econômicas recebidas em função da celebração dos contratos de seguro e montante ou fórmula de cálculo dos honorários, que são a remuneração paga diretamente pelo cliente. Todos os pagamentos, bem como sua periodicidade, devem ser discriminados. Esses artigos substituíram os nºs 1 a 3 do art. 12º da Diretiva 2002/92.

O art. 20º da DDS traz os deveres dos distribuidores de seguros que não prestam serviço de aconselhamento. Antes da contratação, os intermediários devem obter informações a respeito das exigências e necessidades de seus clientes, transmitindo-lhes informações ajustadas à complexidade dos seguros ofertados, permitindo-lhes tomar decisões informadas. Os intermediários devem fornecer documento sucinto e não enganoso contendo “*síntese da cobertura do seguro, incluindo os principais riscos cobertos, o montante seguro e, se aplicável, o âmbito geográfico, bem como uma síntese dos riscos excluídos*”. Tal mandamento substituiu os nºs 2 e 3 do art. 12º da Diretiva 2002/92.

O art. 22º da DDS esclarece que os arts. 18º, 19º e 20º não se aplicam a contratos de cobertura de grandes riscos. O art. 23º, que substituiu o art. 13º da Diretiva 2002/92, determina que as informações sejam fornecidas a título gratuito em papel ou suporte duradouro antes da contratação do seguro, exceto para vendas por telefone, em que se

admite que as informações sejam prestadas ao cliente “*imediatamente após a celebração do contrato de seguro*”.

O art. 24º da DDS determina que, quando um seguro for oferecido conjuntamente com um produto ou serviço que não seja um seguro, como parte de um pacote, o distribuidor de seguros deve oferecer ao cliente ou cliente potencial a possibilidade de adquirir separadamente os diferentes componentes do pacote de produtos e serviços, detalhando os custos de encargos de cada componente separadamente. Permite-se a distribuição de seguros que cubram múltiplos riscos.

O art. 25º da DDS procura replicar a inteligência da DMIF II no que diz respeito à responsabilização de toda a cadeia de produção e distribuição de produtos e serviços financeiros. O processo de aprovação de produtos deve identificar um mercado-alvo, assegurando que “*que todos os riscos relevantes nesse mercado-alvo sejam objeto de avaliação e que a estratégia de distribuição pretendida seja coerente com o mercado-alvo identificado*”.

O art. 27º da DDS determina que mediadores ou empresas de seguros tomem “*todas as medidas razoáveis destinadas a evitar que conflitos de interesses prejudiquem os interesses dos seus clientes*”. Os arts. 4º, 5º e 7º do Regulamento Delegado 2017/2359 complementam essas disposições no que tange aos investimentos com base em seguros. Os mediadores de seguros e empresas de seguros “*devem estabelecer, aplicar e manter uma política eficaz em matéria de conflitos de interesses*” que seja por escrito, identificar as situações que possam suscitar conflitos de interesses e tomar medidas para mitigá-los (art. 4º). A política em matéria de conflito de interesses deve ser proporcional às atividades desempenhadas pelos intermediários e ao risco de prejuízo para os interesses dos clientes, levando em conta os fluxos de informações, a atividade de supervisão das pessoas que atuam em contato direto com clientes, a forma de remuneração e benefícios não monetários recebidos pelos intermediários (art. 5º). A política em matéria em conflitos de interesses deve ser revisada pelo menos anualmente e as situações em ocorreu ou possa ocorrer conflito de interesses devem ser registradas (art. 7º).

Os mediadores de seguros e as empresas de seguros são obrigados a tomar medidas adequadas para evitar conflitos entre seus interesses, de seus empregados, gestores e pessoas ligadas direta e indiretamente por relações de controle com os interesses dos clientes ou clientes em potencial (DDS, art. 28º). Segundo o art. 3º do Regulamento Delegado 2017/2359, ocorrem conflitos de interesses quando os interesses dos distribuidores de seguros ou de seus prepostos são claramente distintos dos interesses de seus clientes ou potenciais clientes ou quando podem influenciar a atividade de intermediação em detrimento do cliente. O art. 6º determina que a divulgação de conflitos de interesse para os clientes ou potenciais clientes seja recurso de última instância, a ser utilizada apenas se as medidas para evitar conflitos de interesses não forem “*suficientes para garantir, com um grau de certeza razoável, que os riscos de lesar os interesses dos clientes serão evitados.*”

O art. 8º do Regulamento Delegado 2017/2359 disciplina a avaliação do regime de incentivos para a intermediação de contratos de seguros, a qual deve levar em conta tanto os fatores que influenciem efeitos prejudiciais aos clientes, quanto medidas tomadas para evitar que os clientes sejam prejudicados. Os seguintes fatores devem ser avaliados: a possibilidade de que o regime de incentivos leve à recomendação de produtos ou serviços diferentes dos que correspondam melhor às necessidades do cliente, a existência de incentivos que levem em conta, além de aspectos comerciais quantitativos, “*critérios qualitativos adequados*”, que refletem “*o cumprimento da regulamentação aplicável, a qualidade dos serviços prestados aos clientes e a satisfação da clientela*”, o valor dos incentivos pagos e seu momento de pagamento e a existência de mecanismos para a restituição de incentivos no caso de resgate antecipado do produto ou lesão aos interesses dos clientes. O objetivo é evitar que os intermediários do ramo de seguros obtenham ganhos decorrentes de produtos manifestamente inadequados aos seus clientes ou produtos adequados em quantidades e valores superiores aos necessários.

A art. 29º da DDS determina que, em se tratando de produtos de investimento com base em seguros, além das informações sobre o próprio intermediário (art. 18º) e eventuais conflitos

de interesses (art. 19º), os distribuidores devem informar os clientes ou potenciais clientes sobre as estratégias de investimento propostas e seus riscos. Além disso, devem informar sobre todos os custos e encargos, diferenciando custos devidos à ocorrência de um risco de mercado subjacente aos demais custos, sendo que os custos e encargos não associados a riscos *“devem ser agregad[os] de modo a permitir ao cliente conhecer o custo global, bem como o efeito cumulativo sobre o retorno do investimento”*.

O art. 30º da DDS segue a inteligência da DMIF II ao determinar que a distribuição de produtos de investimento com base em seguros seja precedida de avaliação de adequação quando for prestado serviço de aconselhamento (art. 30º, nº 1), ou, no caso dos demais serviços, avaliação do caráter apropriado (art. 30º, nº 2), com exceção em caso de distribuição de produtos não complexos por iniciativa do cliente, em que pode ficar dispensada a avaliação do caráter apropriado a critério de cada Estado-membro (art. 30º, nº 3).

A avaliação de adequação depende da obtenção de informações sobre o cliente ou cliente em potencial referente aos seus conhecimentos e experiências em relação aos produtos e serviços relevantes, sua situação financeira, incluindo a capacidade de suportar perdas, e objetivos de investimento, incluindo o grau de tolerância ao risco. Os mediadores de seguros e empresas de seguros devem ofertar apenas produtos e serviços adequados e, caso recomendem pacotes de produtos e serviços, o pacote como um todo deve ser adequado (art. 30º, nº 1).

O art. 17º do Regulamento Delegado 2017/2359 detalha as informações que devem ser obtidas junto aos clientes a respeito dos conhecimentos e experiências prévias com relação aos produtos e serviços pretendidos e, portanto, é aplicável às avaliações de adequação e do caráter apropriado. Os mediadores e empresas de seguros devem informar-se a respeito dos produtos de investimento com base em seguros e instrumentos financeiros com os quais o cliente ou cliente potencial se encontra familiarizado, a natureza, volume, valor, frequência e período durante o qual transações já foram realizadas e o nível de habilitações, profissão atual e, quando pertinente, profissão anterior do cliente ou cliente potencial. Mediadores de seguros ou empresas de seguros não devem dissuadir um cliente ou cliente potencial de prestar as informações exigidas (art. 17, nº 2) e devem basear-se nas

informações recebidas, exceto quanto tenham ou devam ter conhecimento de que “*as informações estão manifestamente desatualizadas ou são inexatas ou incompletas*”.

Segundo a inteligência do art. 9º do Regulamento Delegado 2017/2359, as informações sobre a situação financeira abarcam as fontes e importância dos rendimentos regulares, carteira de ativos e seu grau de liquidez, bem como compromissos financeiros periódicos e os objetivos de investimento devem levar em conta, além do perfil de risco, o “*período durante o qual o cliente ou cliente potencial pretend[a] conservar o investimento*”. O art. 9º, nº 7, enfatiza que aconselhamentos que impliquem mudanças de investimentos devem ser precedidos de “*uma análise dos custos e benefícios antecipados dessa mudança, de molde a poderem razoavelmente demonstrar que se prevê que os respetivos benefícios serão superiores aos custos*”.

O art. 10º do Regulamento Delegado 2017/2359 determina que os mediadores e empresas de seguros tomem medidas razoáveis para assegurar a fiabilidade das informações obtidas de clientes ou clientes potenciais para efeito de realização da avaliação e adequação. Com relação aos clientes ou potenciais clientes, deve-se assegurar que eles estejam cientes da importância de prestar informações exatas e atualizadas, que as perguntas a serem respondidas sejam compreensíveis e que se verifique a coerência das informações prestadas, identificando erros manifestos.

O art. 13º do Regulamento Delegado 2017/2359 determina que os mediadores e empresas de seguros estabeleçam, apliquem e registrem por escrito “*uma política que determine quem deve ser objeto de uma avaliação da adequação, no caso de um contrato de seguro ser celebrado em nome de um grupo de membros e cada membro do grupo não poder tomar uma decisão de subscrição a título individual.*”

Além disso, antes de celebrar o contrato, os mediadores ou empresas de seguros devem fornecer aos seus clientes um relatório de adequação “*que especifique o aconselhamento prestado e o modo como este respeita as preferências, objetivos e outras características do cliente*”. Os relatórios de adequação realizados periodicamente devem levar em conta informações atualizadas (DDS, art. 30º, nº 5).

Quando um mediador de seguros ou empresa de seguros recomendar um produto de investimento com base em seguros, ele deve fornecer uma declaração que informe resumidamente o aconselhamento prestado e como a recomendação prestada atende os três elementos que devem ser levados em conta na avaliação de adequação. Também deve ser chamada a atenção do cliente sobre a possibilidade de reavaliação da adequação mediante solicitação do cliente. A reavaliação da adequação dos produtos e serviços recomendados deve ser feita pelo menos anualmente (art. 14º do Regulamento Delegado 2017/2359).

Quando seguradores e mediadores de seguros não realizarem aconselhamento, devem realizar avaliação do caráter apropriado, que depende apenas da obtenção de informações sobre cliente ou cliente em potencial referente aos seus conhecimentos e experiências relativamente aos produtos e serviços relevantes. Os seguradores ou mediadores de seguros devem ofertar apenas produtos e serviços apropriados e, caso recomendem pacotes de produtos e serviços, o pacote como um todo deve ser apropriado (DDS, art. 30º, nº 2). Se os clientes ou potenciais clientes não fornecerem as informações solicitadas ou o fizerem de maneira insuficiente, os intermediários devem abster-se de recomendar produtos e serviços ou avisá-los que *“não estão em posição de determinar se o produto em causa é apropriado para eles”*. O art. 15º do Regulamento Delegado 2017/2359 enfatiza que os conhecimentos e experiências devam ser suficientes para que os clientes ou clientes potenciais avaliem os riscos inerentes ao serviço ou produto proposto ou pretendido.

Nos serviços de investimento com base em seguros que não envolvam atividade de aconselhamento, sejam prestados por iniciativa do cliente ou potencial cliente e que envolvam apenas instrumentos financeiros não complexos no âmbito da DMIF II e não incorporem uma estrutura que dificulte a percepção de riscos associados pelo cliente, os Estados-Membros podem derrogar a obrigatoriedade de avaliação do caráter apropriado. Nesse caso, os intermediários devem informar a seus clientes que não são beneficiados pela proteção das normas de conduta do art. 30º da DDS. A Autoridade Europeia para Seguros e Pensões Ocupacionais (cuja sigla em inglês é EIOPA) tem competência para publicar orientações para a classificação de produtos de seguro de acordo com a complexidade e grau de dificuldade de percepção de riscos (DDS, art. 30º, nºs 7 e 8).

O art. 16º do Regulamento Delegado 2017/2359 complementa que um produto de investimentos com base em seguros também pode ser considerado não complexo quando, além de não incorporar uma estrutura que dificulte a compreensão de riscos incorridos, satisfaça cumulativamente os seguintes critérios: a) no prazo de vencimento, o cliente resgate valor que corresponda pelo menos ao montante pago “*após dedução dos custos legítimos*”, b) não tenha cláusula, condução ou gatilho que permita mudança radical da “*natureza, o risco ou o perfil de pagamento*”, c) o valor do resgate seja de conhecimento do cliente e d) não inclua encargos explícitos ou implícitos desproporcionais em relação aos custos que terminem por “*causar prejuízos injustificados*” em caso de resgate ou realização do produto de investimento com base em seguros.

O nº 5 do art. 30º da DDS determina que os seguradores e mediadores de seguros forneçam aos clientes relatórios periódicos, em suporte duradouro, sobre os serviços prestados, com detalhamento dos custos prestados. O art. 18º do Regulamento Delegado 2017/2359 complementa que esses relatórios sejam apresentados no mínimo anualmente com uma “*análise imparcial e equilibrada dos serviços prestados e das transações efetuadas em nome do cliente durante o período de relato*” e contenham informações sobre as transações realizadas e valor dos ativos de investimentos subjacentes.

O nº 4 do art. 30º da DDS institui a obrigação de que os intermediários conservem, pelo menos durante a vigência das relações com os clientes, registro das avaliações de adequação e do caráter apropriado realizadas que incluem direitos e obrigações das partes e condições mediante as quais os serviços foram prestados. O art. 19º do Regulamento Delegado 2017/2359 esclarece que esses registros devem ser facilmente consultáveis pelas autoridades competentes. Nas avaliações de adequação, o registro deve incluir as recomendações feitas ao cliente, todas as alterações que digam respeito à avaliação de adequação, em particular “*qualquer alteração quanto à tolerância de risco do cliente*”, “*alterações introduzidas nos ativos de investimento subjacentes*” e o resultado da avaliação de adequação (art. 19, nº 2). Nas avaliações do caráter apropriado, o registro deve incluir quaisquer advertências transmitidas aos clientes quanto à eventual incorreção ou insuficiência das informações prestadas, bem como o caráter potencialmente inapropriado dos produtos de investimento com base em seguros, a indicação de que o cliente tenha solicitado ou não realizar a contratação e o resultado das avaliações de caráter apropriado.

### 3.3 DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO NO BRASIL

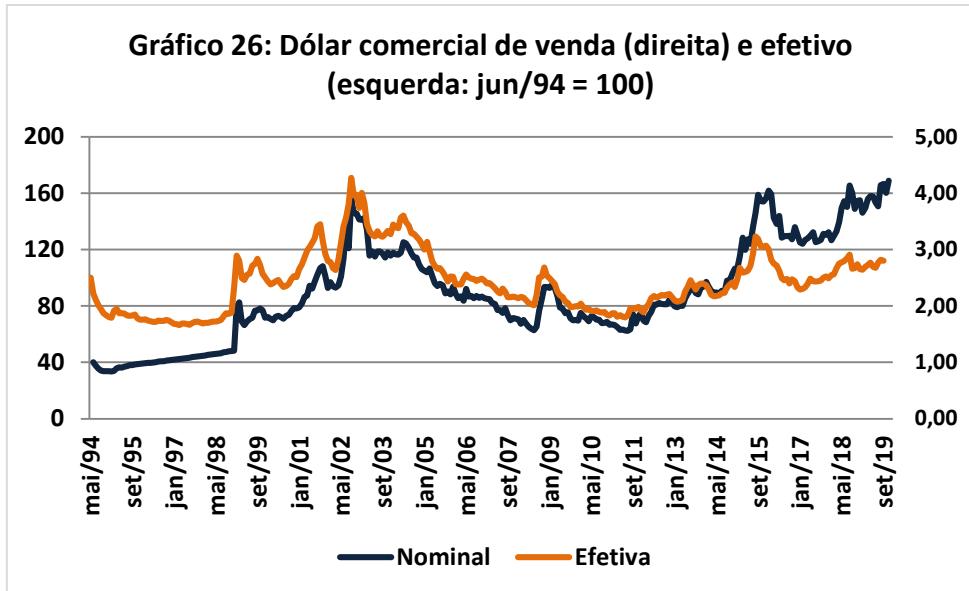
No Brasil, as normas que disciplinam os deveres de informação e de adequação dos intermediários financeiros foram editadas pelo CMN e pela CVM após a crise financeira de 2008. Antes de descrever essas normas, iremos tecer breves considerações sobre as consequências, nos contratos de arrendamento mercantil (*leasing*) para aquisição de veículos com cláusula de correção do saldo devedor pela variação do dólar e de derivativos referenciados em moedas estrangeiras, das maxidesvalorizações cambiais de 1999 e 2008, respectivamente.

O real é a moeda de curso forçado no Brasil desde 1º de julho de 1994. A Lei 9.069/1995, convertida a partir de sucessivas medidas provisórias, previa, em sua redação original, que as emissões do real fossem vinculadas às reservas internacionais (art. 3º) e sujeitas a limites de crescimento (art. 4º)<sup>244</sup>. Para assegurar a confiança do público na nova moeda, a cotação de lançamento foi de 1BRL:1USD e a taxa de câmbio poderia flutuar dentro de bandas anunciadas pelo BCB. Após um período inicial de valorização, o BCB passou a desvalorizar o BRL lentamente, mantendo a taxa de câmbio efetiva relativamente estável (Gráfico 26). Apesar da queda da inflação para níveis relativamente baixos para os padrões históricos brasileiros<sup>245</sup>, a manutenção do regime de bandas cambiais demandava elevadas taxas de juros (Gráfico 27) para assegurar influxo de divisas, o que foi agravado pelos limites de emissão monetária e pelas crises internacionais do México (1994), Argentina (1995), países emergentes do leste asiático (1997) e Rússia (1998).

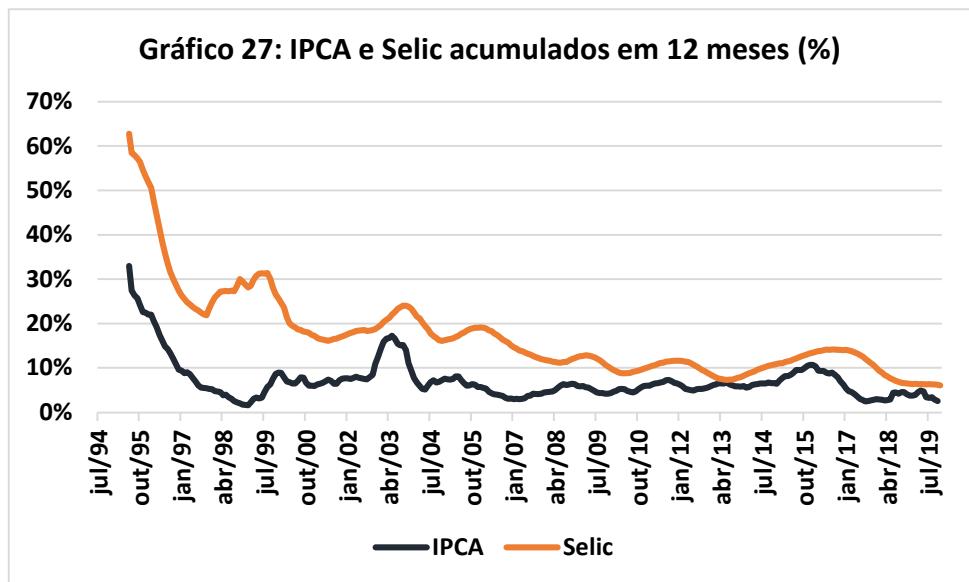
---

<sup>244</sup> Esses dispositivos foram revogados pela Lei 13.820/2019.

<sup>245</sup> Segundo o IBGE, entre julho de 1994 e junho de 2019, ou seja, nos 25 primeiros do real, o aumento de preços, medido pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 508%, resultando em uma inflação de, em média (geométrica), 7,5% a.a.



BCB<sup>246</sup>



BCB<sup>247</sup>

A Resolução CVM 2.309/1996 autorizou operações de arrendamento mercantil entre instituições autorizadas pelo BCB e pessoas físicas, mesmo que o bem não fosse utilizado

<sup>246</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, Séries 3695 e 11752. Acesso em 02.12.2019.

<sup>247</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, Séries 433 e 4390. Acesso em 02.12.2019.

em atividade econômica, determinando que, quando os recursos dos empréstimos fossem obtidos no exterior, os contratos de arrendamento mercantil contivessem cláusula de variação cambial. Diante de uma conjuntura de estabilidade cambial (Gráfico 26), inflação decrescente e taxas de juros elevadas (Gráfico 27), os contratos de *leasing* com cláusula de variação cambial tornaram-se muito populares no financiamento de veículos, entre 1997 e 1998. Como visto no subitem 2.1.1 deste Capítulo, a expansão de financiamentos atrelados a moedas estrangeiras também foi uma consequência da abertura econômica nos países do leste europeu nos primeiros anos depois da integração à União Europeia.

Em janeiro de 1999, com a maxidesvalorização do real e adoção do regime de câmbio flexível, houve elevação das prestações e dos saldos devedores, os quais, em muitos casos, ultrapassaram o valor dos bens, resultando em inúmeras ações revisionais. Como a jurisprudência já era consolidada no sentido que desvalorizações cambiais não configuram eventos extraordinários e imprevisíveis (vide item 4 do Capítulo I), a terceira turma do STJ, em sua primeira decisão de mérito sobre o assunto, decidiu pela aplicabilidade do Código de Defesa do Consumidor (CDC), art. 6º, V<sup>248</sup>, que “*dispensa a prova do caráter imprevisível do fato superveniente, bastando a demonstração objetiva da excessiva onerosidade advinda para o consumidor*”<sup>249</sup>. Com base nesse entendimento, o dólar foi substituído pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) como referência para a correção dos saldos devedores de contratos de *leasing* com cláusula cambial.

Posteriormente, o STJ proferiu decisões em que, além de aplicar a revisão contratual prevista no CDC, concluía pela imprevisibilidade da maxidesvalorização do real de janeiro de 1999<sup>250</sup>, permitindo a revisão de contrato de *leasing* entre sociedade empresária e instituição financeira<sup>251</sup>. Há também decisões que invocam o CDC e a teoria da imprevisão para dividir o ônus da desvalorização cambial entre a instituição financeira e

<sup>248</sup> Art. 6º São direitos básicos do consumidor: (...) V - a modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas; (...)

<sup>249</sup> STJ. *Recurso Especial 268.661 – RJ*. Relatora Min. Nancy Andrigi, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 24.09.2001, p. 296.

<sup>250</sup> STJ. *AgRg no Ag 430.393 – RJ*. Relator Min. Antônio de Pádua Ribeiro, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 05.08.2002, p. 339 e STJ. *Recurso Especial 293.864 – SE*. Relator Min. Antônio de Pádua Ribeiro, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 08.04.2002 p. 210.

<sup>251</sup> STJ. *AgRg no Recurso Especial 944.571 – SP*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 26.04.2011.

arrendatário<sup>252</sup>. Em suma, embora a jurisprudência do STJ seja inequívoca sobre o cabimento da revisão aos contratos de *leasing* com cláusula de variação cambial firmados antes da maxidesvalorização do real, há variações nos fundamentos das decisões e nos índices aplicados para a revisão.

No caso, não nos parece que aplicação da revisão contratual aos contratos consumeristas seja problemática do ponto de vista jurídico, porque o CDC não exige que a onerosidade seja acarretada por evento imprevisível. A revisão contratual também é aparentemente eficiente, porque mantém prestamistas e prestatários em situação superior àquela na qual estariam caso fosse mantida a correção cambial tal como pactuado. Em exercício contrafactual, possivelmente muitos arrendatários deixariam de pagar as prestações, vendo-se forçados a devolver os veículos às instituições financeiras, as quais, além de incorrerem em custos de recuperação e armazenagem de veículos depreciados pelo uso, teriam de revendê-los rapidamente, diminuindo o valor de mercado dos veículos usados. Os aspectos problemáticos são a divergência de interpretações quanto à aplicação da teoria da imprevisão, a inclusão de empresas sem vulnerabilidade comprovada e as diferenças de método de revisão. Em alguma medida, essa fundamentação *ad hoc* guarda semelhanças com a jurisprudência do Supremo Tribunal de Justiça de Portugal sobre a resolução contratual de derivativos de taxas de juros em decorrência da crise de 2008 (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo). Nos dois casos, diante da oferta de produtos inadequados a muitos clientes, os tribunais decidiram pela revisão ou resolução contratual para todos os clientes.

Embora na época não existisse norma específica a respeito, com base no que já foi discutido neste trabalho, é possível afirmar que esses contratos com cláusula de variação cambial seriam adequados apenas às pessoas físicas e jurídicas que: i. compreendessem o impacto da desvalorização cambial no saldo devedor e nas prestações; ii. preferissem incorrer no risco de desvalorização do real a pagar elevadas taxas de juros por financiamentos atrelados às taxas de juros internas (na época, o mercado de derivativos era pouco desenvolvido); iii. tivessem capacidade financeira para suportar o aumento nas prestações causado por desvalorizações cambiais, ou seja, tivessem receitas em dólares ou

---

<sup>252</sup> STJ. *EDcl no Recurso Especial 742.717 – SP*. Relatora Min. Maria Isabel Gallotti, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 16.11.2011.

baixo comprometimento de renda com financiamentos. Portanto, é provável que boa parte desses contratos de *leasing* com cláusula de variação cambial fossem inadequados aos arrendatários. Valendo-se da metodologia adotada pela FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b), seria possível determinar situações em que a cláusula de variação cambial devesse ser mantida ou revisada, com índices de revisão adaptados ao caso concreto, sem precisar alargar a incidência do CDC e/ou da teoria da imprevisão.

Entre 2004 e 2008, o real vinha apreciando-se frente ao dólar (Gráfico 26), processo que a maioria dos agentes de mercado esperava que continuasse pelo menos até o final de 2008 (vide item 4 do Capítulo I). A queda da cotação do dólar onera agentes econômicos com patrimônio e receitas em moedas estrangeiras. Devido à posição líquida devedora do setor privado brasileiro, os principais prejudicados com a continuidade desse cenário eram os exportadores. Como o custo de derivativos é proporcional ao custo de oportunidade dos mercados de capitais, aproximadamente a taxa básica de juros, e pelas expectativas de mercado, naquele contexto, o custo da contratação de *hedge* perfeito contra a queda do dólar era exorbitante devido às altas taxas de juros (Gráfico 27) e às expectativas dominantes de continuidade da tendência de apreciação do real. Por isso, muitas empresas brasileiras contrataram combinações de derivativos similares às estratégias “*collar*” utilizadas na Europa, que conferiram proteção apenas para variações discretas nos ativos subjacentes. Algumas empresas com estratégias agressivas adotavam estratégias complexas que significavam simultaneamente *hedge* para variações discretas da taxa de câmbio e especulação contra a desvalorização do real.

No Brasil, de maneira análoga ao que ocorreu na Europa, a contratação de derivativos cambiais fez com que a depreciação do real, que, em tese, seria positiva para exportadores, resultasse em elevados prejuízos. O pânico causado pela quebra do *Lehman Brothers* causou rápida e expressiva desvalorização da taxa de câmbio, acarretando perda de cerca de USD 25 bilhões de dólares ao setor privado brasileiro, segundo estimativas do BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2009, p. 55)<sup>253</sup>. Para Werther VERVLOET e

<sup>253</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS (2009). *International banking and financial market developments. Quarterly Review, June 2009.* Disponível em [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0906.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf). Acesso em 03.03.2018.

Márcio GARCIA (2010)<sup>254</sup>, a superexposição cambial de diversas empresas evidencia que, ou houve equívoco nas estratégias de *hedge*, ou muitas organizações especulavam em vez de buscar proteção cambial. Miguel Juan BACIC, Rodrigo Lanna FRANCO DA SILVEIRA e Maria Carolina de Azevedo FERREIRA DE SOUZA (2010)<sup>255</sup> constataram que os prejuízos com derivativos foram de tal magnitude que destruíram valores de empresas com vantagens competitivas consolidadas, resultando em onda de fusões e aquisições.

Como no Brasil os mercados financeiro e de capitais são menos profundos que nos países avançados, os principais contratantes de derivativos são empresas de grande porte com acesso a mercados externos. Nesses casos, é razoável presumir possuírem a sofisticação necessária para compreender os riscos incorridos, sendo mais provável que eventuais problemas digam respeito a questões societárias. Em um dos casos mais importantes, o da “Sadia”, restou claro que o então diretor financeiro entendia que a exposição cambial era maior que a tolerada pela política financeira da companhia. Por essa razão, a CVM lhe aplicou pena de multa e inabilitação temporária<sup>256</sup>. O STJ ratificou decisão do TJSP que, sem entrar no mérito da culpabilidade do ex-diretor financeiro, o exonerou de responsabilidade civil porque as contas do exercício de 2008 foram aprovadas sem ressalvas pela assembleia geral ordinária de 2009<sup>257</sup>. Ainda assim, é provável que a ausência de decisão invalidando derivativos contratados por empresas de menor porte e pessoas físicas se deva à inexistência, à época, de norma regulamentadora de deveres de informação e adequação dos valores mobiliários ofertados a clientes não profissionais. Os tribunais tampouco acataram pedidos de revisão ou resolução contratual por excessiva

---

<sup>254</sup> VERVLOET, Werther; GARCIA, Márcio (2010). *Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras*. Revista Brasileira de Comércio Exterior, no 102. Disponível em <http://www.economia.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/090803%20Vervloet%20Garcia%5B1%5D.pdf>. Acesso em 02.12.2019.

<sup>255</sup> BACIC, Miguel Juan; FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; FERREIRA DE SOUZA, Maria Carolina de Azevedo (2010). *Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras*. Revista Digital del Instituto Internacional de Costos nº 6, enero/junio 2010, pp. 49-68. Disponível em [http://www.revistaiic.org/articulos/num6/articulo3\\_esp.pdf](http://www.revistaiic.org/articulos/num6/articulo3_esp.pdf). Acesso em 10.10.2019.

<sup>256</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador 18/08*. Diretor-Relator Alexsandro Broedel Lopes, 14.12.2010.

<sup>257</sup> STJ. *Recurso Especial 1.313.725 – SP*. Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 29.06.2012.

onerosidade<sup>258</sup>, o que recentemente foi ratificado pelo STJ em acórdão no qual se afirma que “os contratos de derivativos são dotados de álea normal ilimitada, a afastar a aplicabilidade da teoria da imprevisão e impedir a sua revisão judicial por onerosidade excessiva.”<sup>259</sup>

Como discutido no item 4 do Capítulo I, nas relações agente-principal, o agente tende a fazer com que o principal incorra em mais riscos que o desejável pelo principal. O caso clássico é a relação entre administradores e sócios ou acionistas de empresas, como ocorreu com a Sadia, cuja exposição cambial era superior ao nível máximo aceitável pela política financeira da companhia<sup>260</sup>. Entretanto, esse tipo de incentivo também condiciona a atuação das instituições financeiras, que, em tempos de normalidade, transferem os riscos para suas contrapartes e, em eventos extraordinários e imprevisíveis que resultem em risco sistêmico, transferem seus ricos para o Estado, que se vê obrigado a realizar operações de salvamento (vide item 5 do Capítulo I). Por essa razão, é essencial aumentar o grau de responsabilidade de intermediários financeiros na distribuição de produtos, mesmo quando os clientes não sejam consumidores.

A ANBIMA, entidade de autorregulação, tem se preocupado com deveres de informação e de adequação na distribuição de derivativos desde o Parecer de Orientação 14/09, sendo que atualmente a norma vigente é a Deliberação ANBIMA 23/2017, que estabelece diretrizes para a negociação de derivativos de balcão. Entre outros, ela prevê a existência de uma política escrita de *suitability*, com diferenciação de procedimentos utilizados na negociação e contratação em função da classificação dos clientes e dos produtos (art. 5º). A classificação de produtos deve levar em consideração cláusulas limitadoras de perdas, perda máxima em relação ao aporte inicial de recursos, assimetrias de resultados em relação a valores dos indexadores e existência ou não de eventos de descontinuidade que

<sup>258</sup> Em nossa dissertação de mestrado, pesquisamos 198 decisões do STJ e de tribunais de justiça estaduais referentes a derivativos publicadas até 31.12.2014. Vide: PAIVA, Rafael Bianchini Abreu (2015). *Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos*. Dissertação de mestrado. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, pp. 17-18; 85-98. Disponível em <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-06082015-151224/publico/INTEGRAL.pdf> . Acesso em 03.03.2018.

<sup>259</sup> STJ. *Recurso Especial 1.689.225 – SP*. Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 29.05.2019.

<sup>260</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador 18/08*. Relator Dir. Alexsandro Broedel Lopes, 14.12.2010. 192

levem à resolução contratual ou a pagamentos repentina (art. 8º). Por fim, o art. 10 determina que o material de venda utilizado na negociação e contratação de derivativos utilize “*linguagem simples e clara para descrever o produto, os objetivos que justificam sua contratação e os riscos potenciais associados*”, mencione condições da operação, “*tais como liquidação ou resgate antecipado da operação, prazos mínimos e máximos, valor mínimo (...)*” e contenha “*avisos quanto à complexidade e risco da operação*” conforme o perfil do cliente a que se destina.

A Resolução CMN 3.694/2009, que dispõe sobre a prevenção de riscos na contratação de operações e na prestação de serviços por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, em sua redação original tratava apenas de deveres de prestação de informações, sem mencionar a necessidade de adequação das operações e serviços contratados ao perfil dos clientes. A Resolução CMN 4.283/2013 introduziu alterações na Resolução CMN 3.694/2009, cujo inciso I do art. 1º passou a determinar “*a adequação dos produtos e serviços ofertados ou recomendados às necessidades, interesses e objetivos dos clientes e usuários*”. Além disso, as instituições autorizadas pelo BCB devem fornecer informações necessárias para a tomada de decisões de clientes, explicitando “*direitos e deveres, responsabilidades, custos ou ônus, penalidades e eventuais riscos existentes na execução de operações e na prestação de serviços*” (inciso II), bem como, quanto aos “*prazos, valores, encargos, multas, datas, locais e demais condições*”, a “*utilização de redação clara, objetiva e adequada à natureza e à complexidade da operação ou do serviço*” (inciso V).

Posteriormente, a Resolução CMN 4.539/2016, que dispõe sobre princípios e política institucional de relacionamento com clientes e usuários de produtos e de serviços financeiros, reforçou a Resolução CMN 3.694/2009. A Resolução CMN 4.539/2016 aplica-se às instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB, exceto administradoras de consórcio e instituições de pagamento (art. 1º, § 1º) e “*abrange as fases de pré-contratação, de contratação e de pós-contratação de produtos e de serviços*” (art. 1º, § 2º). Entre os deveres, cabe destacar o “*tratamento justo e equitativo a clientes e usuários*” (art. 3º, II), abrangendo “*a prestação de informações a clientes e usuários de forma clara e precisa, a respeito de produtos e serviços*” (art. 3º, parágrafo único, I). A

norma também impõe que a concepção, oferta, recomendação, contratação ou distribuição de produtos ou serviços levem em conta o “*perfil dos clientes que compõem o público-alvo para os produtos e serviços disponibilizados, considerando suas características e complexidade.*” (art. 5º, I, II e § 1º) e que o perfil inclua “*informações relevantes para cada produto ou serviço*” (art. 5º, § 2º). O art. 6º, §2º determina que “*dados, os registros e as informações relativas aos mecanismos de controle, processos, testes e trilhas de auditoria dev[a]m ser mantidos à disposição do Banco Central do Brasil pelo prazo mínimo de cinco anos.*”

A Instrução CVM 539/2013, em vigor a partir de 1º de julho de 2015 (art. 13), determina que “*as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários*” verifiquem a adequação de produtos, operações e serviços prestados aos clientes previamente “*às recomendações de produtos ou serviços, direcionadas a clientes específicos, realizadas mediante contato pessoal ou com o uso de qualquer meio de comunicação*” (art. 1º), “*abstendo-se de recomendar aqueles que, isoladamente ou em conjunto, impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente*” (art. 2º, §5º).

Em relação aos clientes, a adequação de produtos, serviços e operações deve ser verificada em relação aos objetivos de investimento, situação financeira e conhecimentos (art. 2º, I, II e III). Quanto aos objetivos de investimento, os intermediários devem levar em conta “*o período em que o cliente deseja manter o investimento*”, “*as preferências declaradas do cliente quanto à assunção de riscos*” e “*as finalidades do investimento*” (art. 2º, §1º, I, II e III). No que se refere à situação financeira, devem ser analisados os valores declarados pelo cliente referentes às receitas regulares, ativos e necessidade futura de recursos (art. 2º, §2º, I, II e III). Por fim, os conhecimentos dos clientes pessoas físicas são avaliados em relação aos “*tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade*”, à “*natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas*” e à “*formação acadêmica e a experiência profissional do cliente*” (art. 2º, §3º, I, II e III e §4º). Por fim, o §5º determina que os intermediários financeiros se abstêm “*de recomendar aqueles [produtos, serviços ou operações] que, isoladamente ou em conjunto,*

*impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente*”, determinação que reforça a vedação à intermediação excessiva (*churning*).

Em relação aos produtos ofertados, devem ser considerados no mínimo, “os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes”, “o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto”, “a existência de garantias” e “os prazos de carência” (art. 4º e incisos). Muito embora a norma não defina produtos complexos, ela estipula a obrigação de que os intermediários adotem políticas internas específicas para a recomendação de produtos complexos que ressaltem os riscos e dificuldades de se determinar o valor desses produtos (art. 7º, II).

O art. 5º veda a recomendação de produtos e serviços inadequados ao perfil dos clientes (inciso I) e quando não for possível avaliação porque as informações sobre o perfil do cliente não foram obtidas (inciso II) ou se encontram desatualizadas (inciso III), sendo que a atualização do perfil dos clientes deve se dar em intervalos não superiores a 24 meses (art. 8º). Se ainda assim partir do cliente a ordem para a realização de operações sem que esteja seguindo recomendações fornecidas por consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM, os intermediários “devem, antes da primeira operação com a categoria de valor mobiliário”, “alertar o cliente acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência” ou “obter declaração expressa do cliente de que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de perfil” (art. 6º e incisos I e II).

Por meio do Ofício Circular 9, de 18 de dezembro de 2019, a CVM recomenda que, quando os clientes operarem com “carteira de alocação de ativos”, a avaliação de adequação considere o efeito global sobre a carteira de investimentos. Para tanto, os intermediários devem definir previamente quais ativos são aceitos e a concentração máxima por ativo, bem como o apetite ao risco da carteira, “utilizando-se de modelos adequados e passíveis de verificação”. A partir disso, os clientes deverão ser alertados, nos termos do art. 6º da Instrução CVM 539, sobre o eventual desenquadramento em decorrência de inclusões e exclusões de ativos, bem como desenquadramentos passivos,

“por efeitos do próprio mercado na cotação dos ativos que compõe a carteira do cliente”. A CVM considera boa prática “alertar o cliente quando o risco global de sua carteira estiver próximo do limite de desenquadramento”.

A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica à maioria dos investidores qualificados, às “pessoas jurídicas de direito público” (art. 9º, II), ao cliente com “carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteiras de valores mobiliários autorizado pela CVM” (art. 9º, III) e cliente já tenha “o seu perfil definido por um consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM e esteja implementando a recomendação por ele fornecida” (art. 9º, IV). Nos dois últimos casos, não se trata propriamente de dispensa de avaliação da adequação de produtos e serviços, mas de uma avaliação previamente realizada por administrador ou consultor de valores mobiliários.

Entre os investidores qualificados, há que se diferenciar investidores profissionais (art. 9º-A) de não profissionais (art. 9º-B, incisos II a IV). A verificação de adequação não se aplica à maioria dos investidores profissionais: instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB (art. 9º-A, I), companhias seguradoras e sociedades de capitalização (art. 9º-A, II), entidades abertas e fechadas de previdência complementar (art. 9º-A, III), fundos de investimento (art. 9º-A, V), clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM (art. 9º-A, VI), agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM em relação a seus recursos próprios (art. 9º-A, VII), investidores não residentes (art. 9º-A, VIII), e “clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados” (art. 9º-B, IV), que são considerados investidores qualificados, mas não profissionais.

Além de serem considerados como sendo mais informados e sofisticados, no caso dos investidores profissionais elencados nos incisos I, II, III e V e VI do art. 9º-A, há que se ter em mente que a avaliação de adequação diz respeito à própria atividade. O entendimento

contrário atribuiria aos intermediários a análise do próprio negócio desses clientes, que são investidores profissionais.

Portanto, a avaliação de adequação aplica-se obrigatoriamente a clientes não considerados investidores qualificados, a pessoas naturais ou jurídicas consideradas investidores qualificados, que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), e a pessoas naturais ou jurídicas consideradas investidores profissionais, que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais), bem como às *“pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios”* (art. 9º, I, 9º-A, IV e 9º-B, II e III).

Os documentos e declarações exigidos pela Instrução CVM 539/2013 devem ser mantidos pelos intermediários financeiros por pelo menos cinco anos (art. 10) e a inobservância dos deveres e vedações impostos pela Instrução CVM 539/2013 constitui infração grave (art. 12).

Muito embora as normas do CMN e da CVM não instituam regime de responsabilidade civil dos intermediários financeiros, elas determinam padrões de conduta esperados e, portanto, seu descumprimento enseja responsabilização civil, a exemplo da decisão do caso Genil pelo TJUE (vide subitem 2.1.2 deste Capítulo). As obrigações insculpidas na Resolução CMN 4.539/2016, art. 6º, §2º e na Instrução CVM 539/2013, art. 10, têm o condão de atribuir, quanto ao cumprimento do dever de informação e de adequação, o ônus da prova aos intermediários financeiros.

O dever de os intermediários financeiros ofertarem produtos e serviços adequados aos seus clientes amplia consideravelmente a necessidade de trocas de informações e, consequentemente, os custos de intermediação financeira. Em dezembro de 2019, o BCB

submeteu à consulta pública minutas de normas regulamentando o *open-banking*, que “consiste no compartilhamento padronizado de dados e serviços por meio de abertura e integração de plataformas e infraestruturas de sistemas de informação”. A participação será compulsória para instituições financeiras de maior porte e voluntária para as demais. Por meio dessa plataforma, mediante prévio consentimento, as instituições financeiras compartilharão dados de depósitos, pagamentos e crédito, e os clientes terão acesso a produtos e serviços ofertados pelas instituições financeiras integrantes da plataforma<sup>261</sup>.

A CVM estima que os gastos anuais de intermediários de valores mobiliários associados ao gerenciamento cadastral, *suitability* e monitoramento de pessoas expostas publicamente é de, respectivamente, R\$ 4,3 milhões, R\$ 3,8 milhões e R\$ 5 milhões, sendo cerca de 80% desses valores relativos à coleta e 20% à análise de informações. Além de dispendiosa, a fragmentação das bases de dados sobre clientes acarreta, para os intermediários, retrabalho e ineficiências nos processos de coleta, atualização e validação de informações cadastrais, enquanto que os investidores não possuem ferramentas para gerenciar seus dados cadastrais de forma automatizada. Uma alternativa que vem sendo estudada pela CVM é a adoção de tecnologias de identidade digital que utilizem tecnologias de registro distribuído ou *blockchain* (vide item 3 do Capítulo II), permitindo aos investidores acrescentar e/ou eliminar dados pessoais, bem como customizar o nível de acesso de terceiros a essas informações<sup>262</sup>.

---

<sup>261</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019f). *BC põe em consulta pública regras para funcionamento do Open Banking*. Brasília, 05.12.2019, atualizado 10.12.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/392/noticia>. Acesso em 19.12.2019.

<sup>262</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; INSTITUTO DE TECNOLOGIA E SOCIEDADE (2019). *Cadastro de Investidores: Desafios Operacionais, Inovações Tecnológicas e Proposta*. Coordenação do Estudo: Rafael Hotz Arroyo. Rio de Janeiro, 18.12.2019. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20191218-5.html>. Acesso em 19.12.2019.

### 3.3.1 MUDANÇAS RECENTES NAS NORMAS DO CRÉDITO ROTATIVO

Como no Brasil o crédito direcionado responde pela maioria dos financiamentos de longo prazo concedidos no âmbito do SFN, há pouca probabilidade de oferta inadequada de crédito no crédito imobiliário, como ocorreu na Europa e nos Estados Unidos. Ainda assim, a persistir o cenário de taxas de juros e de inflação excepcionalmente baixas, é de se esperar que o mercado crie inovações financeiras para superar as limitações impostas pelo *funding* restrito do crédito direcionado. Nesse caso, é importante que CMN e BCB monitorem as inovações financeiras, a fim de proteger os tomadores de contratos potencialmente danosos, como financiamentos de longo prazo com taxas de juros flutuantes, em moedas estrangeiras e/ou coligados com derivativos. No momento, entretanto, o foco deve ser o segmento livre de crédito, especialmente nas modalidades mais onerosas.

Devido à facilidade de contratação e ausência de garantias, os créditos rotativos estão entre os empréstimos de maiores taxas de juros e de inadimplência, sendo, portanto, caracterizados pela seleção adversa (vide item 3 do Capítulo I). Para a Teoria Neoclássica, trata-se de escolha intertemporal de agentes econômicos com alto grau de preferência pelo presente, de modo que limitar as escolhas desses agentes resulta em perda de bem-estar (vide item 1 do Capítulo I). Já a economia comportamental admite que vieses cognitivos e emocionais inerentes ao processo decisório, como a insensibilidade a índices básicos, otimismo excessivo e miopia de longo prazo, impulsionem os tomadores à utilização exagerada desses produtos (vide item 4 do Capítulo I). Nessa perspectiva, é possível que a limitação da autonomia privada contribua para maximizar o bem-estar dos agentes econômicos em uma perspectiva intertemporal.

Devido ao alto custo do crédito rotativo, seja em termos absolutos, seja em relação a outras fontes de empréstimos, refinanciamentos sistemáticos são inadequados às necessidades e situação financeira de quaisquer pessoas, pois há alternativas menos onerosas de reestruturação financeira. Além disso, as altas taxas de juros características dessas linhas de crédito aumentam o risco de sobreendividamento.

Segundo o BCB<sup>263</sup>, a participação conjunta do cheque especial e do cartão de crédito no saldo devedor das pessoas físicas junto ao SFN manteve-se praticamente estável entre março de 2007 e março de 2019<sup>264</sup>, caindo de 13,9% para 13,7%. No período, houve substituição do cheque especial, cuja participação caiu de 4,9% para 1,3%, pelo cartão de crédito, cujo saldo aumentou de 9,0% para 12,4% do crédito bancário. Os rotativos são produtos voltados predominantemente para as pessoas físicas.

A crise econômica iniciada em 2014 teve como consequências queda nas receitas correntes de famílias e empresas e elevação do número de empresas e famílias insolventes. O impacto direto disso foi aumentar a inadimplência corrente, diminuindo a lucratividade das instituições financeiras. O setor privado não financeiro procurou compensar a queda da renda pelo aumento da demanda por crédito. Do lado da oferta, diante de uma maior inadimplência esperada, as instituições financeiras restringiram a oferta de linhas de crédito de menor margem financeira (racionamento de crédito) e aumentaram as taxas de juros dos rotativos, mais que compensando o efeito da maior inadimplência. Em suma, o aumento de taxas de juros do crédito rotativo foi essencial para a preservação da lucratividade do sistema financeiro ao longo do ciclo econômico.

O cartão de crédito é um meio de pagamento que pode ser utilizado para concentrar pagamentos em uma única data, reduzindo a necessidade de uso de meio circulante, e eventualmente oferecer programas de recompensas. Antes da edição da Lei 13.455/2017, que autoriza diferenciação de preços em função dos prazos e instrumentos de pagamentos utilizados, vigorava entendimento do STJ considerando prática abusiva no mercado de consumo a diferenciação de preços em função dos instrumentos de pagamentos utilizados<sup>265</sup>. Diante da impossibilidade de repassassem o custo do uso de cartões para quem utiliza esse meio de pagamento, os lojistas embutiam o custo no preço. Portanto, a jurisprudência do STJ fazia com que quem pagasse em meio circulante subsidiasse os

---

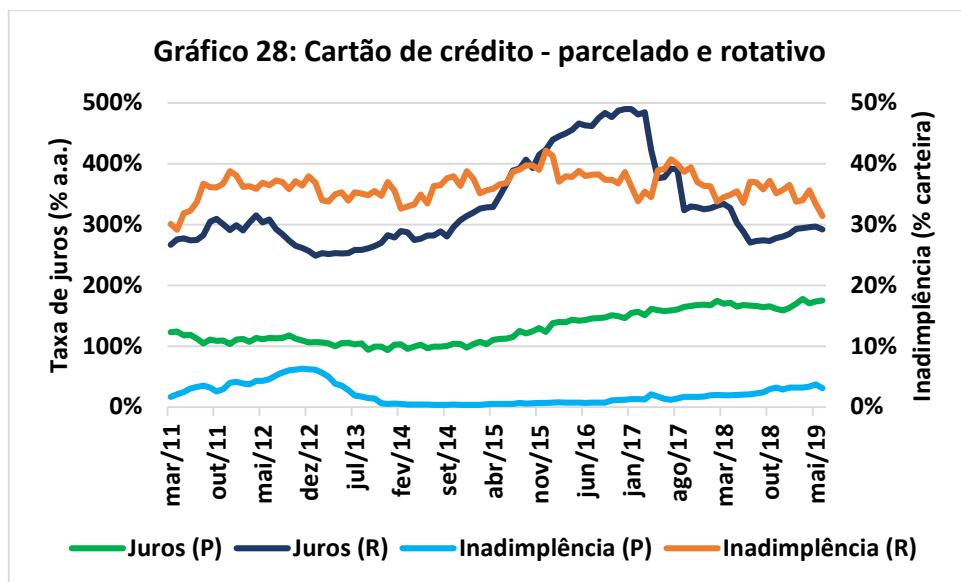
<sup>263</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS – *Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20541, 20573 e 20590*. Acesso em 31.07.2019.

<sup>264</sup> Devido à sazonalidade das linhas de crédito rotativo, a comparação é para o mesmo período.

<sup>265</sup> STJ. *Recurso Especial 1.479.039 – MG*. Relator Min. Humberto Martins, 2<sup>a</sup> Turma, DJe 16.10.2015.

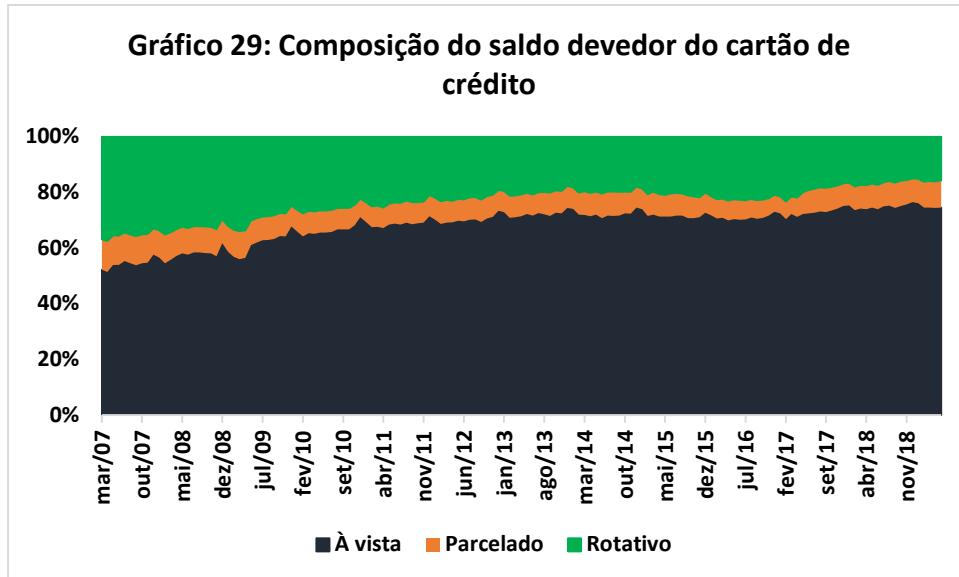
usuários de cartões. Além de regressiva, a jurisprudência estimulava o uso excessivo de cartões de pagamento.

Na data do vencimento da fatura do cartão de crédito, os clientes podem realizar o pagamento integral, mínimo, incorrendo no rotativo, ou ainda parcelar o saldo devedor junto à instituição financeira, o que não deve ser confundido com o parcelamento junto ao lojista realizado no ato da compra e que consta como pagamento à vista nas estatísticas do BCB. Até o início de 2017, não havia limite temporal para uso do rotativo do cartão de crédito, modalidade de financiamento com taxas de juros e inadimplência estruturalmente maiores que as do parcelamento (Gráfico 28). Entre março de 2007 e março de 2015, o percentual de débitos no rotativo caiu de 36,9% para 19,8% (Gráfico 29), refletindo tanto a queda da taxa de desemprego, de 10,2% para 6,2% segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE, quanto aprendizado sobre o uso do cartão de crédito. A recessão de 2015 e de 2016 acarretou aumento no uso de rotativos, cuja participação cresceu para 21,5% em março de 2017.



Fonte: BCB<sup>266</sup>

<sup>266</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20561, 20562, 20563, 20587, 20588, 20589, 21104, 21105, 21127, 21128, 22019, 22020, 22022 e 22023. Acesso em 31.07.2019.



Fonte: BCB<sup>267</sup>

A Resolução CMN 4.549/2017, que entrou em vigor em abril daquele ano, limitou o financiamento pelo rotativo do cartão ao vencimento da fatura seguinte, ou seja, a aproximadamente 30 (trinta) dias. Após esse prazo limite, “*o saldo remanescente do crédito rotativo pode ser financiado mediante linha de crédito para pagamento parcelado, desde que em condições mais vantajosas para o cliente em relação àquelas praticadas na modalidade de crédito rotativo*”, sendo vedado o financiamento do saldo parcelado na modalidade de crédito rotativo. Importante ressaltar que, apesar da exigência que as taxas de juros do saldo parcelado sejam inferiores às do rotativo, não há quaisquer controles sobre o patamar dessas taxas, que podem ser inclusive apenas marginalmente diferentes.

De acordo com a teoria econômica convencional, seria plausível que as instituições financeiras se antecipassem ao esperado aumento da inadimplência no crédito parcelado, resultante da migração de parte dos clientes que até então utilizavam o rotativo, aumentando as taxas de juros do crédito parcelado, o que, devido ao mecanismo da seleção adversa, expulsaria os clientes com menor probabilidade de inadimplência. No limite, após alguns meses, o crédito parcelado passaria a ter taxas de juros e de inadimplência similares às que o rotativo tinha antes da entrada em vigor da Resolução CMN 4.549/2017 e as taxas

<sup>267</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. *SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais, Séries 20561, 20562, 20563, 20587, 20588 e 20589*. Acesso em 31.07.2019.

do rotativo seriam marginalmente superiores às do parcelado, com piora do bem-estar tanto dos consumidores que até então pagavam o mínimo da fatura, quanto dos clientes que parcelavam o saldo devedor.

Como esperado, houve alguma substituição de rotativos por parcelados: entre março de 2017 e março de 2019, o saldo de crédito rotativo caiu de R\$ 40,3 bilhões (0,64% do PIB) para R\$ 38,0 bilhões (0,55% do PIB), enquanto o saldo de crédito parcelado aumentou de R\$ 12,0 bilhões (0,19% do PIB) para R\$ 22,4 bilhões (0,33% do PIB). Um efeito colateral da medida foi aumentar a participação do saldo à vista de 2,13% para 2,56% do PIB, ampliando sua participação de 72,1% para 74,4% do saldo devedor do cartão de crédito (Gráfico 29).

Na mesma base de comparação, a taxa de juros média do crédito parcelado aumentou de 150,8% para 178,0% a.a., ainda assim inferior aos juros do crédito rotativo, e a inadimplência mais que dobrou, de 1,3% para 3,2%, em patamar inferior à média do segmento livre de crédito, de 5,7% em março de 2017 e 3,9% em março de 2019<sup>268</sup>, e significativamente menor que a inadimplência do crédito rotativo. Além disso, houve expressiva queda nas taxas de juros do rotativo concentrada nos primeiros meses após a vigência da Resolução CMN 4.549/2017, de 484,6% para 293,9% a.a., com diminuição da inadimplência na margem, de 35,4% para 34,0% (Gráfico 28), em linha com a queda da inadimplência no crédito do segmento livre ocorrida no período. Por essa razão, a maior parte da queda na taxa de juros do crédito rotativo não se deve à diminuição do índice de inadimplência, mas à estratégia das instituições financeiras aumentarem a atratividade do pagamento mínimo da fatura, para contrabalançar a queda de financiamentos rotativos concedidos.

Deve-se reconhecer que parte da melhoria de indicadores se deve à queda da meta para a taxa Selic, de 12,25% para 6,50% a.a. entre março de 2017 e março de 2019, e à recuperação econômica, ainda que incipiente, pois entre 2017 e 2018 o PIB cresceu 2,4%,

---

<sup>268</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS - *Sistema Gerenciador de Séries Temporais*, Série 21085. Acesso em 31.07.2019.

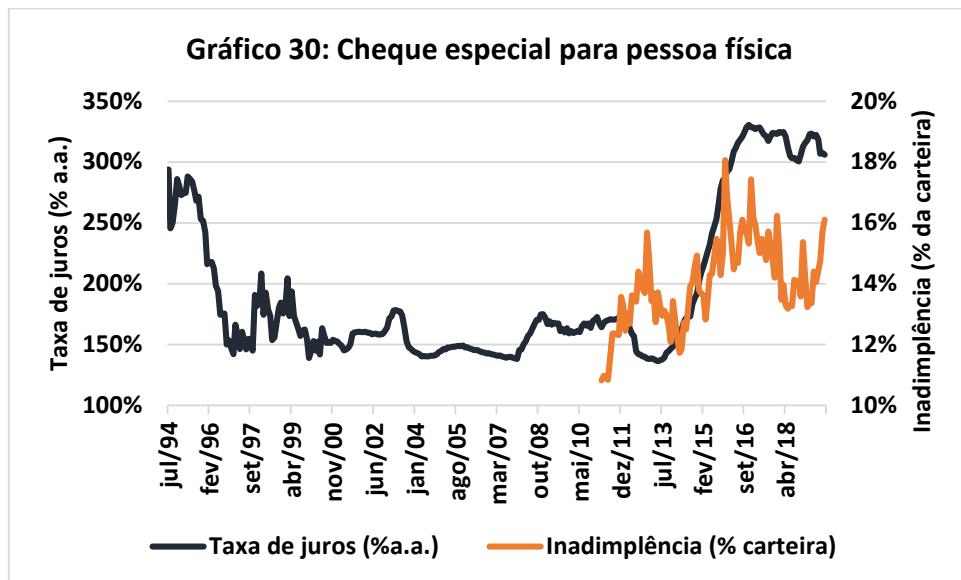
recuperando-se parcialmente da queda de 6,7% entre 2015 e 2016. Ainda assim, a expressiva queda na taxa de juros do saldo rotativo (Gráfico 28) não ocorreu no cheque especial (Gráfico 31) e a inadimplência do parcelamento de faturas de cartão de crédito foi na contramão da tendência do segmento livre de crédito, indicando que a Resolução CMN 4.549/2017 foi fator decisivo para a mudança de comportamento de instituições financeiras e seus clientes.

O que provavelmente ocorria é que, na sistemática anterior à Resolução CMN 4.549/2017, diversos vieses cognitivos e emocionais atuavam para induzir consumidores a tomarem decisões contra seus próprios interesses. O viés da disponibilidade atua para tornar mais recuperável a lembrança do pagamento da parcela mínima, ofuscando a taxa de juros embutida nessa opção, ao passo que o viés do excesso da confiança ou excessivo otimismo leva as pessoas a minimizarem a probabilidade de sobreendividamento, recorrendo ao financiamento rotativo. Ademais, a miopia de longo prazo faz com que, no mercado de crédito, diversas pessoas não consigam entender as implicações futuras de um maior nível de endividamento.

Os efeitos positivos da entrada em vigor da Resolução CMN 4.549/2017 sobre o bem-estar de consumidores é uma evidência de como clientes suficientemente informados não necessariamente irão adquirir produtos e serviços adequados às suas necessidades, além de indicar a necessidade de mandamentos mais específicos para assegurar a adequação de produtos e serviços adquiridos às necessidades, objetivos e situação financeira dos clientes do SFN.

O cheque especial é uma linha de crédito acionada automaticamente quando o saldo em conta corrente de pessoas físicas e jurídicas fica negativo. Os limites e taxas de juros devem ser previamente informados aos clientes, admitindo-se que as instituições financeiras concedam alguns dias sem cobrança de juros, sendo vedada, até 2019, a cobrança de tarifa para disponibilização do produto. Ao longo do Plano Real, a taxa de juros média do cheque especial sempre foi significativamente superior à Selic, nunca atingindo valores inferiores a 135% a.a. Embora a crise economia tenha aumentando a

importância do cheque especial, ele não voltou a ter a importância que tinha. A elevação das taxas de juros do cheque especial mais que compensou o efeito negativo da maior inadimplência (Gráfico 30).

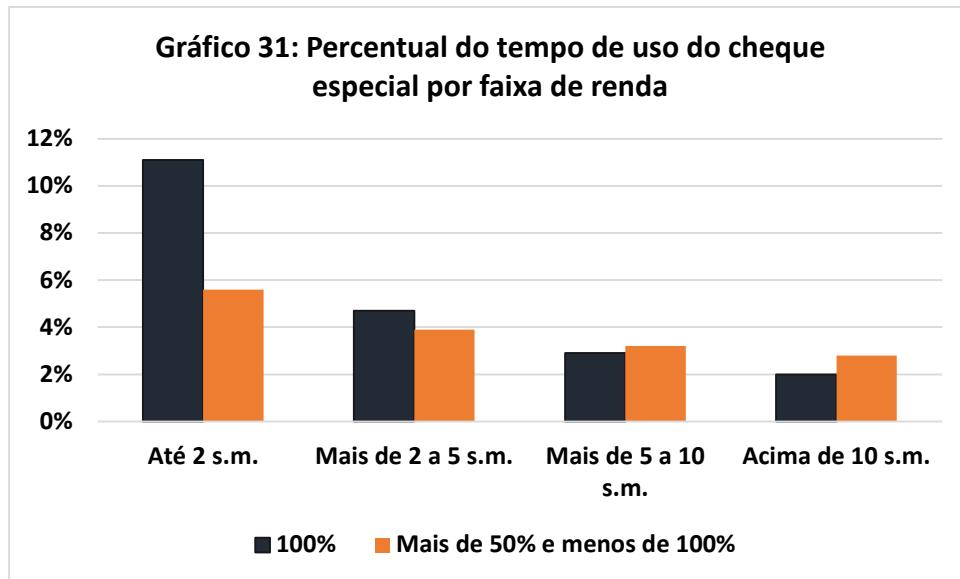


Fonte: BCB<sup>269</sup>

No Relatório de Economia Bancária de 2018, o BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019a)<sup>270</sup> apresentou estudo sobre o perfil dos usuários de cheque especial entre os anos de 2016 e 2018, constatando que, quanto menor a renda, maior a propensão ao uso sistemático. Entre as pessoas com renda mensal de até dois salários mínimos, quase 17% utilizaram cheque especial mais da metade do tempo, sendo que 11% o utilizaram todo o tempo. Já entre as pessoas com renda mensal superior a dez salários mínimos, esses percentuais foram de, respectivamente, 5% e 2% (Gráfico 31). Em alguma medida, isso está relacionado ao fato que as pessoas de menor renda tendem a possuir menos garantias a oferecer e acesso mais restrito a produtos e serviços financeiros, o que faz do cheque especial um produto altamente regressivo.

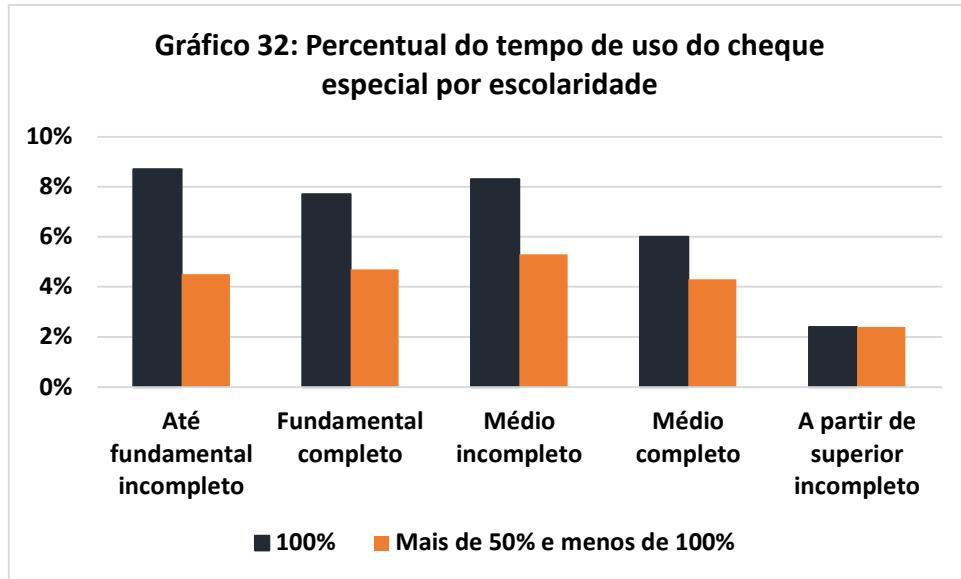
<sup>269</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Séries 20741 e 21113. Acesso em 30.11.2019.

<sup>270</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019a). Relatório de Economia Bancária 2018. Boxe 1 – Utilização do cheque especial: perfil dos usuários, p. 35.40. Data de publicação: 28.05.2019. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf). Acesso em 12.08.2019.



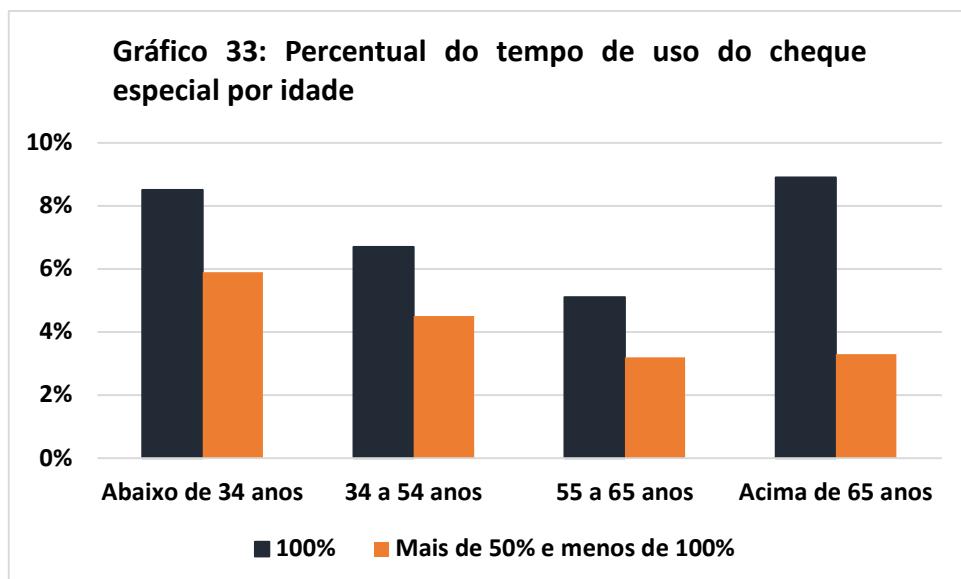
Fonte: BCB (2019a)

A análise da escolaridade e idade dos usuários recorrentes de cheque especial permite analisar a dimensão cognitiva desse mercado, pois pessoas com maior escolaridade tendem a entender melhor os produtos contratados e pessoas mais velhas tendem a ter mais experiência, embora seja forçoso lembrar que escolaridade e idade são positivamente correlacionadas à renda. Como esperado, as pessoas com escolaridade a partir do ensino superior incompleto foram as que menos utilizaram o cheque especial de maneira sistemática: quase 5% utilizaram cheque especial mais da metade do tempo, sendo que 2% o utilizaram todo o tempo. Por outro lado, não houve diferença significativa entre as pessoas com escolaridade inferior ao ensino médio completo, indício de existência de um nível mínimo de conhecimento para que o usuário se dê conta da inadequação do uso sistemático do cheque especial (Gráfico 32).



Fonte: BCB (2019a)

Com relação à idade, como esperado, o uso sistemático do cheque especial é maior entre os mais jovens, sujeitos à maior taxa de desemprego e ainda aprendendo a utilizar produtos e serviços financeiros, sendo mínimo na faixa de idade dos 55 aos 65 anos. Surpreendentemente, o maior percentual de usuários de cheque especial em 100% do tempo foi entre as pessoas de mais de 65 anos, 8,9% (Gráfico 33).



Fonte: BCB (2019a)

A existência de percentual relevante de usuários sistemáticos de cheque especial em todas as faixas de renda, escolaridade e idade, bem como a regressividade e a contribuição desse produto para o sobreendividamento motivaram a edição da Resolução CMN 4.765/2019, que disciplina o cheque especial concedido a pessoas naturais e microempreendedores individuais (art. 1º), limita os juros remuneratórios a 8% a.m. (art. 3º), cerca de 250% a.a., e permite cobrança de tarifa de até 0,25% a.m. para os usuários com limites de crédito acima de R\$ 500 (art. 2º).

A imposição de um teto de taxa de juros, mesmo que alto, embora tenha respaldo na experiência internacional (vide subitens 2.1.1 e 2.2.2 deste Capítulo), representa uma mudança na forma de regulação consumerista de crédito. Como as medidas anunciadas entrarão em vigor apenas em 2020, é possível apenas conjecturar algumas de suas consequências.

Como no final de 2019 as taxas praticadas eram, em média, superiores a 8% a.m., o efeito imediato será significativa diminuição das taxas praticadas. Com isso, as instituições financeiras tenderão a diminuir a oferta de cheque especial aos clientes de inadimplência esperada alta o suficiente para que a operação só seja economicamente viável com taxas de juros superiores a 8% a.m. Cabe lembrar que, a despeito da elevada inadimplência, a margem financeira líquida do cheque especial tem sido alta, de modo que a redução na oferta de crédito será marginal.

Como este produto tem demanda inelástica ao preço, a queda das taxas de juros não irá produzir aumento significativo da demanda. Por outro lado, a tarifa de 0,25% a.m. sobre limites superiores a R\$ 500 tende a materializar o custo dessa modalidade de crédito no curto prazo, mitigando a miopia de longo prazo e incentivando que os próprios consumidores diminuam seus limites de cheque especial. Devido ao comportamento inercial, seria preferível que a norma estipulasse a necessidade de adesão explícita de consumidores a limites disponibilizados mediante pagamento de tarifa. Por se tratar de um produto lucrativo, é possível que algumas instituições financeiras sigam a estratégia do

“Banco do Brasil”, de isentar seus clientes da cobrança de tarifa pelos limites do cheque especial<sup>271</sup>.

Embora as mudanças recentes na regulação do cartão de crédito e do cheque especial sejam bem-vindas e estimulem uso mais consciente dessas modalidades de financiamentos, a regulação ainda é tímida. Assim que o mercado se adaptar às novas regras do cheque especial, o ideal seria estipular um teto de taxa de juros para todas as operações realizadas no SFN, a fim de se evitar inovações financeiras que visem tão somente a burlar as novas regras. Esse teto de taxa de juros não pode repetir os equívocos do revogado §3º do art. 192 da Constituição Federal<sup>272</sup>, o qual, além de difícil regulamentação, inviabilizaria a emissão e negociação de títulos pré-fixados, travaria o mercado de crédito e impossibilitaria a adoção do Plano Real, pois a taxa Selic real foi superior a 12% a.a. durante toda a vigência da âncora cambial (Gráfico 27). A dificuldade prática de adoção desse limite de taxas de juros reais foi decisiva para que o Supremo Tribunal Federal (SFT) decidisse que o §3º do art. 192 da Constituição Federal não era autoaplicável<sup>273</sup>.

Em outras palavras, o teto de taxas de juros deve ser nominal, sujeito à revisão periódica e suficientemente alto para reduzir apenas marginalmente a oferta de crédito no SFN. Outras medidas também deveriam visar a limitar a tomada sistemática dessas linhas de crédito, a exemplo do que ocorreu com cartões de crédito, pois é essencial sensibilizar os tomadores para a necessidade de reestruturação financeira.

---

<sup>271</sup> BANCO DO BRASIL (2019). *Banco do Brasil isentará seus clientes de tarifa no cheque especial*. 24.12.2019. Disponível em <https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/imprensa/n/60666/Banco%20do%20Brasil%20isentar%C3%A1%20seus%20clientes%20de%20tarifa%20no%20cheque%20especial#/>. Acesso em 26.12.2019.

<sup>272</sup> §3º As **taxas de juros reais**, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, **não poderão ser superiores a doze por cento ao ano**; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.

<sup>273</sup> STF. *Ação Direta de Inconstitucionalidade 4 – DF*. Relator Min. Sydney Sanches, Pleno, Julgamento 07.03.1991.

### 3.3.2 JURISPRUDÊNCIA

A partir dos argumentos de busca “*Instrução e 539 e CVM*” e “*suitability*”, foram pesquisados acórdãos e decisões monocráticas publicados até o final de 2019 nos endereços eletrônicos do STJ, dos vinte e sete Tribunais de Justiça e dos cinco Tribunais Regionais Federais (TRFs). Houve retorno de 10 acórdãos, todos do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP), sendo que um deles não diz respeito ao escopo deste trabalho por tratar de decisão a respeito da possibilidade de uma instituição financeira cotejar agentes autônomos vinculados a um concorrente, havendo mera menção do termo *suitability* entre os procedimentos efetuados pelos agentes autônomos de investimentos<sup>274</sup>.

Dos 9 acórdãos que dizem respeito ao objeto deste trabalho, 5 (56%) são decisões pelo alongamento compulsório de empréstimos consignados tomados por servidores públicos estaduais que comprometiam mais de 30% dos rendimentos mensais. Isso ocorre porque os Decretos estaduais 51.314/2006 e 60.435/2014 autorizam prestações de até 50% dos rendimentos, superior aos 30% permitidos pela Lei 10.820/2003, art. 6º, §5º<sup>275</sup>. Ainda que o sobreendividamento seja uma das hipóteses mais importantes de oferta inadequada de produtos e serviços financeiros, a *suitability* é usada apenas para reforçar o dever de cumprimento e um dispositivo legal que expressamente limita o pagamento mensal de empréstimos.

Deve-se ressaltar que o STJ tem decisões diferenciando empréstimos consignados de empréstimos com desconto em conta corrente, sendo o limite de 30% de comprometimento da renda válido apenas para os empréstimos consignados. Em um desses casos, um militar da reserva com renda líquida mensal de cerca de R\$ 5 mil contraiu dívidas no cheque

---

<sup>274</sup> TJSP. *Apelação 2007685-63.2019.8.26.0000*. Relator designado Des. Ricardo Negrão, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de publicação: 12.04.2019.

<sup>275</sup> TJSP. *Apelação 1001438-12.2015.8.26.0360*. Relator Des. Jacob Valente, 12ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 25.11.2016; TJSP. *Agravo de Instrumento 2021800-60.2017.8.26.0000*. Relator Des. Salles Vieira, 24ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 09.03.2017; TJSP. *Agravo de Instrumento 2037281-63.2017.8.26.0000*. Relator Des. Salles Vieira, 24ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 12.07.2017; TJSP. *Agravo de Instrumento 2236851-30.2017.8.26.0000*. Relator Des. Francisco Giaquinto, 13ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 13.03.2018; TJSP. *Apelação 1000099-36.2017.8.26.0396*. Relator Des. Salles Vieira, 24ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 25.02.2019.

especial e crédito pessoal de quase R\$ 115 mil, vindo a aceitar proposta de renegociação a ser paga em 85 parcelas mensais que comprometiam metade de sua renda mensal. Por maioria de votos, a terceira turma do STJ considerou válido e eficaz o contrato de renegociação da dívida porque pagamento ocorreria com desconto em conta corrente, fora, portanto, do âmbito de aplicação da Lei 10.820/2003. Adicionalmente, afirmou-se que “*À míngua de novas disposições legais específicas, há procedimento, já previsto no ordenamento jurídico para casos de superendividamento ou sobreendividamento – do qual podem lançar mão os próprios devedores –, que é o da insolvência civil.*”<sup>276</sup>. Acreditamos que a decisão desconsidera que, antes de a dívida chegar a esse montante, a instituição financeira tinha o dever, com fundamento na Resolução CMN 3.694/2009, art. 1º, inciso I, de ofertar renegociação de débitos ou de declarar o consumidor inadimplente. Portanto, a concessão irresponsável de crédito por parte da instituição financeira foi fator determinante para o sobreendividamento do consumidor.

Nas outras 4 decisões (44%), o termo *suitability* é utilizado para produtos e serviços de investimento. A única decisão contrária ao intermediário financeiro diz respeito a fato anterior à Instrução CVM 539/2013, na qual *suitability* foi utilizada para descrever deveres de conduta dos agentes autônomos de investimentos, que também incluem o registro de ordens verbais e abstenção de “*contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários*” (Instrução CVM 497/2011, art. 13, IV). No caso concreto, o agente autônomo de investimentos emitiu ordens de cliente sem o correspondente registro e prestou serviços de consultoria, “*sendo certo que o prestador de serviço assumiu obrigação de resultado ao garantir ao consumidor que o dinheiro depositado a título de garantia não seria executado*”, gerando responsabilização de corretora por ato de seu preposto<sup>277</sup>.

Outra decisão diz respeito a recurso impetrado por participante de plano fechado de previdência complementar que pleiteava indenização decorrente de rendimento negativo

---

<sup>276</sup> STJ, *Recurso Especial 1.586.910 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 03.10.2017.

<sup>277</sup> TJSP. *Apelação 1009658-13.2014.8.26.0011*. Relator Des. Artur Marques, 35<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado. Data do julgamento: 13.03.2017.

obtido em 2013, supostamente decorrente de má gestão e descumprimento da política de investimentos. O acórdão confirmou a sentença de primeira instância porque a análise dos autos demonstrou que a entidade fechada de previdência complementar tinha como política de *suitability* enquadrar no perfil “conservador” os beneficiários que, como o apelante, não se manifestassem sobre o apetite ao risco e que a rentabilidade negativa no ano de 2013 não decorreu de má gestão, nem de descumprimento da política de investimento, mas de flutuações do mercado financeiro<sup>278</sup>. Trata-se de decisão acertada, pois é razoável uma política de *suitability* que presuma perfil conservador, já que a maioria das pessoas é avessa ao risco (vide item 1 do Capítulo I). Além disso, em 2013, o mercado acionário brasileiro teve queda (Gráfico 1) e a taxa Selic real, ou seja, descontada a inflação, foi das menores do Plano Real (Gráfico 27).

Há dois acórdãos favoráveis aos intermediários financeiros devido à não comprovação de que os investimentos eram inadequados ao perfil dos clientes. A primeira diz respeito a um cliente que alegava que a corretora realizou operações a termo de ações em desacordo com seu perfil, supostamente conservador, resultando em prejuízos. No caso concreto, a corretora não comprovou ter registrado as ordens executadas em nome do cliente, nem ter realizado o questionário previsto na Instrução CVM 539/2013, embora classificasse o perfil do cliente como arrojado. O acórdão baseou-se em três presunções para entender que o cliente estava ciente dos riscos incorridos: i. as ordens provavelmente foram emitidas porque não houve impugnação de outras ordens de compra e venda; ii. o cliente provavelmente tinha conhecimentos e experiências prévias no mercado a termo de ações por ter sido cliente de outra corretora; iii. o perfil arrojado era condizente com diversas operações de *day-trade* constatadas em perícia, embora tenha ficado evidente que o cliente dependesse de orientação da corretora para a escolha dos valores mobiliários que melhor atenderiam aos seus objetivos financeiros<sup>279</sup>. O grande desacerto foi eximir a corretora do ônus probatório, invertendo as presunções, as quais deveriam atuar no seguinte sentido: i. as ordens de compra sem o devido registro não foram dadas; ii. a não apresentação do relatório previsto na Instrução CVM 539/2013 implica o enquadramento do cliente como conservador e indica o desconhecimento dos produtos mais sofisticados; iii. a ausência de

<sup>278</sup> TJSP. *Apelação 1008274-05.2015.8.26.010*. Relatora Des. Maria Cristina de Almeida Bacarim, 29<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 19.07.2019.

<sup>279</sup> TJSP. *Apelação 1091006-43.2015.8.26.0100*. Relator Des. Edgard Rosa, 25<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 31.08.2018.

advertência expressa quanto aos riscos do *day-trade* em serviço que envolvia orientação para escolha de valores mobiliários indica descumprimento dos deveres de conduta. Em geral, o *day-trade* não é adequado para a grande maioria das pessoas físicas, que não têm escala nem conhecimentos suficientes para obter retornos positivos nesse tipo de operação (vide item 4 do Capítulo I).

Finalmente, um acórdão trata de uma situação na qual uma aposentada, por recomendação do gerente da agência bancária, investiu em fundos de previdência privada PGBL (Plano Gerador de Benefícios Livres) / VGBL (Vida Gerador de Benefícios Livres). Diante da ocorrência de prejuízos, os recursos foram resgatados e aplicados em outros fundos. No recurso, a poupadora alegou inadequação do fundo aos seus objetivos, afirmando também que, por ser idosa, não tinha condições de entender os riscos do fundo ofertado. Decidiu-se pela ausência de responsabilidade do banco por rendimento inferior ao esperado, pois o risco é inerente aos fundos de investimentos<sup>280</sup>. Embora concordemos que fundos possam ter resultado inferior ao esperado, é de se estranhar a recomendação de fundo de previdência privada para uma pessoa idosa, dado o horizonte temporal mais longo desses produtos. Diante da não comprovação da análise de adequação dos fundos à cliente, dever-se-ia presumir a inadequação do produto.

---

<sup>280</sup> TJSP. *Apelação 1061768-08.2017.8.26.0100*. Relatora Des. Lucila Toledo, 15<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 12.11.2018.

### 3.3.3 DECISÕES DA CVM

A partir dos argumentos de busca “*suitability*” e “*Instrução e 539*”, foram encontrados 7 Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM e publicados até o final de 2019, todos com fatos geradores anteriores a 01.07.2015, data de entrada em vigor da Instrução CVM 539/2013.

Três PAS resultaram em aplicação de sanções pela realização de intermediação excessiva (*churning*), o que pode ser entendido como um dever de adequação sob a óptica quantitativa. De fato, o julgado mais recente chegou a mencionar que a intermediação excessiva constituiria violação do artigo 2º, §5º, da Instrução CVM 513/2013<sup>281</sup>.

Em outra decisão, o questionário de *suitability* foi utilizado como evidência de que o cliente tinha conhecimentos superficiais e baixo interesse declarado em investimentos em derivativos e, mesmo assim, a corretora o induziu a investir em contratos a termo de uma ação sem esclarecer-lhe satisfatoriamente sobre os riscos incorridos, resultando em prejuízos. A CVM aplicou multa à corretora “*por não exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação ao seu cliente, e por não supri-lo (sic) com informações sobre o produto oferecido e os seus riscos*”<sup>282</sup>.

Outro PAS resultou em punição de investidor por alienação de participação acionária relevante no capital social de companhia aberta sem as devidas comunicações ao mercado, infringindo o art. 12, § 4º, da Instrução CVM 358/02. Neste caso, o termo *suitability* foi empregado porque a corretora, tendo consciência de que o cliente não tinha ampla

---

<sup>281</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador RJ2014/12921*. Diretor-Relator Pablo W. Renteria, Data do julgamento 18.04.2017; CVM. *Processo Administrativo Sancionador 11/2013*. Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, Data do julgamento 09.04.2018; CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2014/46*. Diretor-Relator Pablo W. Renteria, Data do julgamento 06.11.2018.

<sup>282</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2014/383*. Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Data do julgamento 02.08.2016. Decisão mantida pelo CRSFN. *ACÓRDÃO CRSFN 325/2017*. Conselheiro-Relator Antonio Augusto de Sá Freire Filho, 17.08.2017.

experiência de mercado, não o orientou a cumprir com a legislação, e isso foi levado em conta pela CVM para a redução da multa aplicada ao investidor<sup>283</sup>.

Em outro julgado, o dever insculpido na Instrução CVM 306/99, art. 14, I, de que administradores de fundos de investimento devem realizar operações de modo a atender os objetivos de investimentos dos titulares de cotas, foi descrito como uma regra de *suitability*. No caso concreto, houve sanção ao administrador de fundo de investimento por realizar operações com ativos financeiros de alto risco que beneficiaram a entidade controladora a que estava submetido em detrimento dos cotistas do fundo<sup>284</sup>.

Por fim, há decisão que menciona a Instrução 513/2013 para ressaltar a importância do perfil dos clientes. No caso, o conhecimento que os administradores de uma corretora tinham sobre o perfil do cliente resultou no afastamento da alegação de que eles seriam incapazes de detectar as irregularidades do agente autônomo de investimentos ligado à corretora<sup>285</sup>.

A partir dos argumentos de busca “*Instrução CVM 539*” e “*Instrução CVM nº 539*”, foram encontradas, respectivamente, 20 e 14 decisões do colegiado da CVM publicadas até o final de 2019. A maior parte diz respeito a ofertas privadas e públicas de distribuição de valores mobiliários para investidores qualificados e/ou profissionais, para os quais não se aplica a Instrução CVM 539/2013. Há quatro decisões que se enquadram no escopo deste trabalho, todas referentes a recursos contra decisões da BSM Supervisão de Mercados (BSM), empresa integrante da B3, que negaram pedidos de indenização pelo mecanismo de resarcimento de prejuízos.

---

<sup>283</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador RJ2006/9070*. Diretor-Relator Sergio Weguelin, Data do julgamento 23.01.2008. Decisão mantida pelo CRSFN. *ACÓRDÃO/CRSFN 10020/10*. Conselheiro-Relator Luiz Eduardo Martins Ferreira, Publicação no DOU em 17.10.2010.

<sup>284</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador 22/2005*. Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, Data do julgamento 26.08.2008.

<sup>285</sup> CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2012/480*. Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Data do julgamento 06.10.2015.

O mecanismo de ressarcimento de prejuízos é disciplinado pelos arts. 77 a 79 da Instrução CVM 461/2007 e tem o objetivo de ressarcir investidores, até limites pré-determinados, por “*prejuízos decorrentes da ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia*”, sendo, portanto, acionável por descumprimento dos deveres da Instrução 539/2013.

O Colegiado da CVM confirmou duas decisões da BSM. Na primeira, o perfil do investidor foi modificado de moderado para arrojado e a política de investimentos passou a prever a realização de operações com derivativos de perfil especulativo. Embora tenham gerado prejuízo, os negócios realizados eram adequados ao perfil do investidor arrojado e à política de investimentos<sup>286</sup>. Em outro recurso, embora fosse evidente que os investimentos eram inadequados ao perfil do investidor, a instituição financeira “*(...) foi diligente ao contactar o Recorrente após verificar que a ordem não se enquadrava ao seu perfil conservador, o que indicaria sua atuação conforme o art. 6º da Instrução CVM 539/13*”. Nesse caso, como o intermediário financeiro cumpriu satisfatoriamente os deveres de conduta, o prejuízo decorreu exclusivamente de decisão da investidora<sup>287</sup>.

As duas decisões do colegiado da CVM que reformaram decisões da BSM dizem respeito a operações realizadas por prepostos da “*XP Investimentos CCTVM S.A.*”. No primeiro caso, o cliente autorizou agente autônomo de investimentos a realizar estratégias com derivativos que geraram prejuízos. A BSM negou pedido de indenização por entender que a assinatura do termo de ciência de riscos comprovava que o investidor sabia do risco do produto e que, portanto, a ausência de questionário de *suitability* seria mera infração administrativa. A CVM reformou a decisão por entender que, além do não preenchimento prévio do questionário de *suitability*, a operação foi apresentada de forma enviesada, sem informação adequada sobre os riscos envolvidos, o termo de ciência de riscos foi assinado tardeamente e o investimento era incompatível com o histórico do cliente, “*visto que este*

---

<sup>286</sup> CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos – Reg. nº 1490/19*. Relator: SMI/GME, 06.08.2019.

<sup>287</sup> CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos – Reg. nº 0778/17*. Relator: SMI/GME, 25.09.2018.

*não era investidor habitual no mercado de valores mobiliários, nunca havia operado opções ou produtos semelhantes, possuindo, portanto, perfil aparentemente conservador.”<sup>288</sup>*

Em decisão mais recente, embora a resposta ao questionário de *suitability* tenha resultado na alocação do cliente no perfil conservador, o agente autônomo de investimentos recomendou diversas operações incompatíveis com esse perfil, sendo que parte dos negócios foi referendada ex-post, levando o colegiado da CVM a concluir que teria havido “(...) vício de consentimento pela indução a erro causada pelos prepostos [da XP Investimentos CCTVM S.A.]”<sup>289</sup>.

No final de 2019, a CVM submeteu à consulta pública minuta de instrução voltada à “*autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários*”. Seu art. 38, inciso V, inclui explicitamente o “*descumprimento do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente*” como hipótese de acionamento do mecanismo de ressarcimento de perdas, reforçando entendimento atual da Autarquia.

---

<sup>288</sup> CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos – Reg. nº 0993/18*. Relator SMI/GME, 20.03.2018.

<sup>289</sup> CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos - Reg. nº 1406/19*. Relator SMI/GME, 21.05.2019.

### 3.4 CONCLUSÃO PARCIAL

De acordo com a Teoria Neoclássica, indivíduos livres, capazes e suficientemente informados são aptos a tomar decisões que maximizem o próprio nível de utilidade. Nesse sentido, a regulação estatal deve preservar a autonomia individual, admitindo-se apenas a intervenção estatal para mitigar falhas de mercado como as assimetrias de informação. Juridicamente, essa visão corresponde à admissão de anulabilidade dos negócios jurídicos por dolo ou erro substancial devido ao descumprimento de deveres informacionais na fase pré-negocial.

A Economia Comportamental parte do pressuposto de que, como o processo decisório é influenciado por vieses cognitivos e emocionais, indivíduos bem informados podem tomar decisões que não maximizem o próprio bem-estar. Embora a Economia Comportamental careça da generalidade e sistematização da Teoria Neoclássica, a realidade tem mostrado que o cumprimento de deveres informacionais é condição necessária, mas não suficiente, para que indivíduos e empresas tomem decisões no seu melhor interesse. Por essa razão, o dever de os intermediários ofertarem aos seus clientes somente produtos e serviços que lhes sejam adequados pressupõe o cumprimento dos deveres informacionais, mas não se restringe a eles. A principal consequência jurídica é que nem todos os produtos e serviços inadequados aos clientes são anuláveis por dolo ou erro.

No Brasil, o nível de proteção a clientes dos intermediários financeiros é significativamente menor que aquele vigente na União Europeia na década de 2000, o que em parte reflete o menor grau de sofisticação de mercados emergentes. Há deficiências no atual arcabouço normativo relativo aos deveres de conduta dos intermediários financeiros. Em primeiro lugar, as regras impostas pelo CMN às instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB são muito genéricas. Adicionalmente, as normas voltadas a limitar o sobreendividamento ainda são recentes e tímidas. Além disso, os deveres referentes à oferta de financiamentos de maior prazo e à distribuição de valores mobiliários são apropriados apenas para um sistema financeiro pouco profundo. Como ocorreu nos países desenvolvidos, a persistência de baixas taxas de juros no Brasil tende a

impulsionar a oferta de produtos e serviços de maior risco, situação para a qual o atual arcabouço normativo é claramente ineficiente. Finalmente, a tendência de convergência entre ativos financeiros e valores mobiliários, bem como inovações financeiras, demandam uniformização de deveres de conduta por tipo de produto e serviço oferecido, não por regulador.

Dos tribunais brasileiros, apenas o TJSP tem decisões mencionando *suitability*, em grande medida devido ao maior grau de desenvolvimento econômico do estado de São Paulo. Ainda assim, a análise do dever de adequação é incipiente e utilizada como mecanismo retórico para reforçar o descumprimento de dispositivos legais. Assim como o TJSP, as decisões da BSM tendem a adotar presunções favoráveis aos intermediários financeiros, o que nos parece equivocado. Nesse sentido, decisões mais recentes da CVM podem produzir mudança nas práticas de mercado, embora os precedentes digam respeito apenas à intermediação excessiva, mensurável por indicadores objetivos, e operações realizadas por agentes autônomos de investimento sem a realização prévia do questionário de *suitability* ou em desacordo com esse questionário. Ainda não há precedente que discuta o mérito das análises feitas pelos intermediários financeiros a partir das respostas dos seus clientes.

## CAPÍTULO IV: RESPONSABILIDADE CIVIL POR VIOLAÇÃO DOS DEVERES DE INFORMAÇÃO E ADEQUAÇÃO

No Capítulo III, foram apresentados quais deveres de conduta são ou deveriam ser impostos aos intermediários financeiros para que os produtos e serviços ofertados sejam adequados aos seus clientes. Este Capítulo pressupõe o descumprimento desses deveres pelos intermediários financeiros e a aquisição pelos clientes de produtos e serviços inadequados às suas necessidades, procurando-se responder em quais situações e em que medida se dá a responsabilidade civil dos intermediários financeiros. Portanto, enquanto o Capítulo III traz uma perspectiva *ex-ante* e precipuamente regulatória, este Capítulo tem perspectiva predominantemente *ex-post*, sendo regulatória apenas na medida em que a expectativa de pagamento de indenizações por desvios de conduta é incorporada aos custos dos intermediários financeiros.

Há diversas dificuldades para a responsabilização civil de intermediários financeiros quando clientes adquirem produtos e serviços inadequados. Primeiro, como a inadequação tende a transparecer em momentos de mudanças súbitas nas condições de mercado e/ou crises econômicas, em muitos casos invoca-se a aplicação da teoria da imprevisão, a despeito de as mudanças nas circunstâncias estarem compreendidas nas áleas da maior parte desses negócios jurídicos. Segundo, embora parte dos produtos e serviços inadequados sejam anuláveis por erro ou dolo, essa nem sempre é a solução apropriada. Terceiro, o estabelecimento do regime de responsabilidade civil apresenta diversas especificidades e a mensuração do dano não é trivial, pois depende de saber que tipo de produto ou serviço seria adequado para o cliente no caso concreto. Isso explica, por exemplo, porque, partindo dos mesmos deveres de conduta, produto (derivativos de taxas de juros coligados a financiamentos) e conjuntura (queda súbita das taxas de juros), os sistemas jurídicos de Portugal, Espanha, Itália e Reino Unido deram respostas completamente diferentes.

#### 4.1 INVALIDADE

No subitem 3.1 do Capítulo III, foram apresentadas normas recentes que limitam o financiamento rotativo do cartão de crédito a um mês e as taxas de juros do cheque especial a 8% a.m. Por se tratar de obrigação imposta pelo CMN aos intermediários financeiros, seu descumprimento acarreta responsabilidade administrativa junto ao BCB. Quanto à responsabilidade civil, entendemos ser aplicável o inciso VII do art. 166 do Código Civil, o qual considera nulos os negócios jurídicos quando “*a lei taxativamente o declarar nulo, ou proibir-lhe a prática, sem cominar sanção*”. Como consequência, sobre os saldos de crédito rotativo não parcelados após o prazo regulamentar, incidirão as taxas de juros do crédito parcelado e, no cheque especial, as taxas de juros que excederem 8% a.m. deverão ser restituídas ao devedor.

Como os intermediários financeiros devem verificar a adequação de produtos e serviços ao cliente previamente à oferta ou contratação, abstendo-se de ofertar produtos e serviços inadequados e/ou comunicando ao cliente que o produto ou serviço que ele deseja adquirir lhe é inadequado, em geral, tais obrigações pertencem à fase pré-contratual ou pré-negocial e seu descumprimento pode ensejar a invalidade do negócio jurídico por erro, quando “*poderia ser percebido por pessoa de diligência normal, em face das circunstâncias do negócio*” (CC, art. 138), ou dolo, “*quando este for a sua causa*” (CC, art. 145).

O erro substancial pode dizer respeito ao objeto, à pessoa a quem se refira a declaração de vontade e/ou ao motivo único ou principal do negócio jurídico (CC, art. 139). O erro de indicação de pessoa ou de coisa não vicia o negócio jurídico, quando, pelas circunstâncias, for possível identificar a coisa ou pessoa cogitada (CC, art. 142), ao passo que o falso motivo só vicia a declaração de vontade quando expresso como razão determinante do negócio jurídico (CC, art. 140). Por fim, o erro não prejudica a validade do negócio jurídico quando “*a pessoa, a quem a manifestação de vontade se dirige, se oferecer para executá-la na conformidade da vontade real do manifestante.*” (CC, art. 144).

Como visto no subitem 2.1.2 do Capítulo III, na Europa, houve diversos casos em que derivativos especulativos ou que ofereciam *hedge* parcial foram invalidados porque o motivo determinante para a contratação foi a proteção contra a alta dos juros em financiamentos com taxas flutuantes. No Brasil, como mencionado no subitem 3.2 do Capítulo III, não há decisão de tribunais invalidando derivativos. Nesses casos, de acordo com a inteligência do CC, art. 144, o erro não prejudicaria a validade se a contraparte se oferecesse para executar o contrato em conformidade com a demanda declarada por *hedge*. Em termos mais gerais, a contratação de instrumentos financeiros pode ser anulável por erro quando os intermediários financeiros não informam suficientemente seus clientes sobre os atributos desses produtos ou quando não avaliam sua adequação aos objetivos e situação financeira dos seus clientes.

O dolo ocorre quando o agente induziu a contraparte ao erro por querer determinado resultado. O dolo acidental ocorre quando “*o negócio seria realizado, embora por outro modo*” e não enseja a invalidade, mas a satisfação de perdas e danos (CC, art. 146). Nos negócios jurídicos bilaterais, o dolo pode ser comissivo ou omissivo, quando há “*silêncio intencional de uma das partes a respeito de fato ou qualidade que a outra parte haja ignorado*” (CC, art. 147). Os negócios jurídicos também são anuláveis por dolo de terceiro se a parte a quem se aproveita o dolo souber ou tiver como saber dele. Se ela não tiver como saber, o negócio jurídico subsiste e o terceiro “*responderá por todas as perdas e danos da parte a quem ludibriou*” (CC, art. 148). Além disso, o dolo recíproco não pode ser alegado para anular o negócio ou reclamar indenização (CC, art. 150).

Nas ações relativas a derivativos de taxas de juros na União Europeia e de dólar no Brasil, teria ocorrido dolo em vez de erro se o intermediário financeiro tivesse propositadamente se omitido e/ou induzido o cliente a acreditar que o derivativo contratado oferecia proteção maior que a efetiva para não deixar de realizar o negócio ou obter maiores comissões. Há dolo acidental na oferta de produtos e serviços quando o cliente já iria contratar produto ou serviço similar, mas é induzido a adquirir produto com mais custos, cabendo, nesse caso, restituição das diferenças de custos. Outro exemplo de dolo acidental é quando uma instituição financeira induz seu cliente a tomar empréstimos mais onerosos para, mais à

frente, oferecer-lhe oferta de renegociação em condições que esse cliente normalmente não aceitaria.

O prazo decadencial para se pleitear anulação de negócios jurídicos por erro ou dolo é de quatro anos, contados “*do dia em que se realizou o negócio jurídico*” (CC, art. 178, inciso II). Além da anulação, a indenização deve permitir que a parte prejudicada seja restituída ao estado em que estava antes do negócio jurídico (CC, art. 182). Por fim, a invalidade parcial não implica invalidade do negócio jurídico e a invalidade de obrigações acessórias não induz a da obrigação principal (CC, art. 184). Nesse sentido, é possível, por exemplo, manter a validade de derivativos, invalidando apenas cláusulas de barreira, ou anular derivativos coligados a contratos de crédito, mantendo as cláusulas do contrato de financiamento.

No que diz respeito ao objeto deste trabalho, a anulabilidade por erro ou dolo pressupõem que o intermediário financeiro tenha descumprido ou cumprido de maneira defeituosa os deveres de informação e/ou de adequação. Economicamente, deveres de conduta, como a informação e a avaliação de adequação de produtos e serviços ofertados, são onerosos. Portanto, descumpri-los ou cumpri-los de maneira defeituosa são meios de diminuir custos. No erro, o intermediário simplesmente deseja a redução de custos, ao passo que, no dolo, o intermediário financeiro sabe que o produto ou serviço inadequado é o que maximiza seu próprio retorno, em detrimento do cliente.

## 4.2 RESPONSABILIDADE CIVIL

Nem todos os produtos e serviços inadequados aos clientes são nulos ou anuláveis por erro ou dolo, de modo que a invalidade por defeitos do negócio jurídico é caso especial da responsabilidade civil dos intermediários financeiros. Em primeiro lugar, os deveres de informação e de adequação recaem sobre quem tem contato com cliente, que nem sempre é a contraparte. Um exemplo disso são as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP), cujo objeto são financiamentos P2P (vide item 3 do Capítulo II). As SEPs são obrigadas a verificar a adequação dos empréstimos aos prestatários e aos prestamistas, embora não seja contraparte nas operações de crédito. O regime de invalidades só abarcaria dolo de terceiro, como ocorreria em eventual conluio entre a SEP e uma das partes. Na maioria dos criptoativos, não é possível identificar a contraparte ou reverter operações. Em segundo lugar, um produto ou serviço inicialmente adequado no momento da aquisição pode se tornar inadequado por mudança nos atributos do produto e/ou do cliente. São exemplos do primeiro caso mudança no *rating* do emissor do ativo financeiro ou valor mobiliário, alteração no regulamento de fundo de investimento, quebra estrutural na série de retornos de ativo financeiro ou valor mobiliário no qual o produto está referenciado e alteração no regime de tributação. Já os clientes podem adquirir conhecimentos ao longo do tempo, além de modificarem suas preferências intertemporais, apetite ao risco, renda e patrimônio. Nestas situações nas quais os intermediários financeiros descumpram o dever de informar que o produto ou serviço tornou-se inadequado ao cliente, a sanção não é a invalidade.

Segundo Sergio CAVALIERI FILHO (2007, pp. 14-15)<sup>290</sup>, a infração a dever jurídico que cause danos gera a necessidade de indenizar. Quando a transgressão diz respeito a deveres gerados pelas partes em relação negocial, há responsabilidade contratual. Quando decorre de violação de imposição estatal, há responsabilidade civil extracontratual ou aquiliana.

Como, em geral, a avaliação da adequação de produtos e serviços é realizada previamente à oferta ou aquisição, é necessário tecer breves considerações sobre a responsabilidade pré-

---

<sup>290</sup> CAVALIERI FILHO, Sergio (2007). *Programa de Responsabilidade Civil*. 7<sup>a</sup> Ed. 3<sup>a</sup> reimpr. São Paulo: Atlas.

contratual, teoria originalmente formulada por Rudolf Von JHERING<sup>291</sup> por meio da *culpa in Contrahendo*. Segundo essa teoria, aquele que culposamente dá causa à nulidade de um contrato deve indenizar a contraparte que depositou confiança na validade do negócio jurídico. Conforme sintetizado por Fernando GABURRI e Vaneska Donato de ARAÚJO (2008, p. 220)<sup>292</sup>: “*A responsabilidade pré-contratual e o respectivo dever de indenizar fundamentam-se no princípio da culpa in Contrahendo, pois aquele que age de boa-fé e vem a ser lesado mediante fundada esperança de contratar recebe amparo do ordenamento jurídico.*” Para JHERING, a indenização decorrente da *culpa in Contrahendo* deve colocar a parte no mesmo lugar em que estava antes das tratativas negociais, o que frequentemente é citado pelos tribunais brasileiros para limitar as indenizações decorrentes de responsabilidade pré-contratual aos danos emergentes.

Segundo Regis Fichtner PEREIRA (2001, p. 442)<sup>293</sup>, são quatro as situações que ensejam responsabilidade pré-contratual: i. ruptura injustificada das negociações; ii. danos causados ao outro contratante durante negociações; iii. contrato inexistente, nulo ou anulável; iv. danos causados por fatos ocorridos na fase das negociações quando tenha sido validamente constituído o contrato. A responsabilidade dos intermediários financeiros pela inadequação de produtos ou serviços pode se enquadrar nas duas últimas hipóteses, sendo essencial inquirir se o cliente não teria contratado outro produto ou serviço ou não teria adquirido produto ou serviço algum.

Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA (2010, p. 234)<sup>294</sup> reconhece que, mesmo nas relações interempresariais, há assimetrias que demandam balanceamento da boa-fé na fase pré-contratual, exigindo-se maior nível de boa-fé objetiva dos participantes em posição de superioridade. Entretanto, a correção das assimetrias deve se dar não no plano da vontade, mas nas circunstâncias que a formam, ou seja, na esfera informacional. Portanto, embora o

<sup>291</sup> Vide: JHERING, Rudolf Von (2008). *Culpa in Contrahendo, ou Indemnização em Contratos Nulos ou Não Chegados à Perfeição*. Tradutor: Paulo Cardoso C. Mota Pinto. Coleção Monografias. Coimbra: Almedina, 2008.

<sup>292</sup> GABURRI, Fernando; ARAÚJO, Vaneska Donato de (2008). *Responsabilidade Pré e Pós-Contratual*. In: ARAÚJO, Vaneska Donato de (Coord.). *Responsabilidade civil*. Orientação Giselda M. F. Novaes Hironaka, pp. 216-227. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

<sup>293</sup> PEREIRA, Régis Fichtner (2001). *A responsabilidade civil pré-contratual: teoria geral e responsabilidade pela ruptura das negociações contratuais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

<sup>294</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (2010). *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato*. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010.

reconhecimento de assimetrias gera dever de informar mais intenso para as partes mais fortes, não se pode deixar de punir condutas incorretas da parte mais fraca. No que diz respeito a este trabalho, o dever de adequação pode ser visto como uma forma de se mitigar as assimetrias entre intermediários financeiros e seus clientes, não podendo ser invocado para responsabilizar intermediários financeiros quando incorreções nas informações prestadas pelo cliente forem decisivas para o equívoco na avaliação de adequação.

Segundo Claudia Lima MARQUES (2005)<sup>295</sup>, a assimetria informacional entre profissionais e leigos é aspecto ainda mais importante que a eventual finalidade lucrativa de um ou de ambos os polos. Nessas relações, um dos agentes possui conhecimentos mais completos e abrangentes que o outro, gerando obrigação de informar ao outro agente de forma completa, suficiente, adequada e que não induza a erro, a fim de engendrar uma cooperação mutuamente benéfica. Por essa razão, é importante que se leve em conta o grau de cognição do contratante para precisar a profundidade do dever de informar, alertar e esclarecer.

Essa visão se aproxima da proposta de Stefanos MOUZAS e Michael FURMSTON (2013)<sup>296</sup> de classificação alternativa dos contratos baseada nas habilidades de negociação das partes, no horizonte de tempo e na confiança mútua. Os autores lembram que, mesmo em relações interempresariais, tais fatores variam em função do porte e do ramo de atividade. Essa é a racionalidade subjacente à categorização de clientes entre varejo, qualificados e profissionais e a presunção que clientes profissionais possuam conhecimentos ou experiências suficientes com instrumentos financeiros.

---

<sup>295</sup> MARQUES, Claudia Lima (2005). *Violação do dever de boa-fé de informar corretamente. Atos negociais omissivos afetando o direito/liberdade de escolha. Nexo causal entre a falha/deseito de informação e deseito de qualidade nos produtos de tabaco e dano final morte. Responsabilidade do fabricante do produto, direito a resarcimento dos danos materiais e morais. Sejam preventivos, reparatórios ou satisfatórios.* São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 835, maio de 2005, pp. 75-133.

<sup>296</sup> MOUZAS, Stefanos & FURMSTON, Michael (2013). *A Proposed Taxonomy of Contracts.* Journal of Contract Law.

Antonio Junqueira de AZEVEDO (1996)<sup>297</sup> decompõe os deveres pré-contratuais nas fases de negociação, na qual se sobressaem os compromissos de colaboração e informação, e de oferta, em que se destacam a lealdade e a confidencialidade. Tal separação é pertinente aos propósitos de trabalho, porque, para identificar quais produtos e serviços são adequados a determinado cliente, os intermediários financeiros devem pesquisar a respeito de seus conhecimentos, necessidades, objetivos, e situação financeira, dependendo da colaboração dos clientes. Uma vez feita a avaliação de adequação, o intermediário financeiro tem o dever de lealdade com o cliente.

Judith MARTINS-COSTA (2008)<sup>298</sup> classifica os deveres pré-negociais em dois grupos: probidade em sentido amplo e informação. A probidade em sentido amplo implica a vedação à interrupção injustificada das tratativas negociais por parte daquele que criou no outro a convicção de que o negócio seria celebrado, o sigilo, a assistência e cuidado quanto à pessoa e aos bens da contraparte e a vedação das artimanhas, favorecidas quando há manifesta assimetrias de informações. Os deveres de informar, por sua vez, devem levar em conta aspectos subjetivos, relativos às experiências e grau de profissionalismo das partes, e objetivos, concernentes à natureza da relação obrigacional almejada, o tipo de relação contratual, eventual existência de norma sobre dever de informar, de manter sigilo e direitos de personalidade. Em negócios de elevada tecnicidade, o dever de informar pode incidir inclusive sobre a própria oportunidade do contrato, o que evidentemente não implica, em financiamentos, que as instituições financeiras verifiquem se o negócio a financiar é oportuno. Tal perspectiva é harmônica com a imposição de deveres diferenciados aos intermediários financeiros em função do tipo de cliente e do grau de complexidade do produto. Para Judith MARTINS-COSTA (2008, pp. 39-40):

A violação do dever de informar na fase pré-contratual compreende a falsidade, a omissão e a deficiência de informação essencial para a formação do consentimento contratual: comporta a informação sobre pontos que seriam impeditivos da validade ou eficácia do contrato; abrange

---

<sup>297</sup> AZEVEDO, Antonio Junqueira de (1996). *Responsabilidade pré-contratual no Código de Defesa do Consumidor: Estudo comparativo com a responsabilidade pré-contratual no Direito Comum*. Revista de Direito do Consumidor, Vol. 18, abril/junho de 1996, pp. 23-31.

<sup>298</sup> MARTINS-COSTA, Judith (2008). *Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no Direito Civil brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 867, janeiro de 2008, pp. 11-51.

informações contidas em mensagens e declarações contidas nos prospectos, como as alusivas a ofertas públicas de valores mobiliários: inclui o vasto problema das informações constantes de mensagens publicitárias, incide sobre fatos que sejam de exclusivo conhecimento de uma das partes e que só ela podia conhecer, sendo decisivos para a decisão de contratar da contraparte; e adentra a informação sobre o conteúdo do contrato e riscos excepcionais relacionados ao seu objeto supondo-se que nas relações paritárias os riscos normais sejam conhecidos por ambos.

Há controvérsia doutrinária sobre a natureza da responsabilidade civil pré-contratual. O Código Civil, além da cláusula geral de boa-fé inserta no art. 113, determina, no art. 422, que os contratantes sejam obrigados a guardar os princípios da probidade e da boa-fé em todas as fases do processo negocial. Em julgado de 2014, o STJ entendeu que, como o art. 422 encontra-se no Título V, "dos Contratos em Geral", e não no Título III, que trata dos "atos ilícitos", trata-se de responsabilidade contratual por escolha do legislador. Como *"não há diferença ontológica entre responsabilidade civil contratual e extracontratual"*, as diferenças diriam respeito exclusivamente aos efeitos jurídicos.<sup>299</sup>

Os Enunciados 24 a 27 das Jornadas de Direito Civil levantam diversas consequências do art. 422 do Código Civil, como o fato de a violação de deveres anexos constituir *"espécie de inadimplemento, independentemente de culpa"*, sua compatibilidade com a boa-fé nas fases pré e pós-contratual, a interpretação, integração e correção dos contratos *"segundo a boa-fé objetiva, entendida como a exigência de comportamento leal dos contratantes"* e a necessidade de levar-se em conta as conexões sistemáticas do Código Civil *"com outros estatutos normativos e fatores metajurídicos"*. Na perspectiva deste trabalho, isso implica que, em quaisquer fases do processo negocial, o descumprimento dos deveres de conduta dos intermediários financeiros constituiria inadimplemento, independentemente de culpa. Além disso, o remédio adequado para a inadequação de produtos e serviços é levar o cliente ao nível de patrimônio que teria caso o intermediário se comportasse com lealdade e ofertasse produto ou serviço adequado. Trata-se precisamente da solução proposta pela FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b) para contratação de derivativos de taxas de juros inadequados aos clientes (vide subitem 2.1.2 do Capítulo III).

---

<sup>299</sup> STJ. *Recurso Especial 1367955 – SP*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 24.03.2014, RB vol. 606 p. 35.

Segundo Paulo LÔBO (2019, pp. 356-357)<sup>300</sup>, a responsabilidade pré-contratual seria extranegocial por derivar da cláusula geral da boa-fé. Nas relações de consumo, contudo, ela seria negocial, “*pois todos os atos de publicidade, divulgação e informação vinculam o fornecedor de produtos e serviços, como se oferta fossem, prevalecendo até sobre os termos do contrato que for celebrado e com eles divergirem*”. Posteriormente, a Terceira Turma do STJ, valendo-se da lição de Caio Mario da Silva Pereira, admitiu a natureza extracontratual da responsabilidade pré-negocial para modular o valor da indenização por ruptura injustificada das negociações, rejeitando pedido de “*indenização equivalente à vantagem que teria obtido com o próprio negócio jurídico que nunca se concretizou (interesses positivos)*”, determinando, em seu lugar, a cobertura das “*despesas realizadas para finalização do negócio jurídico frustrado ou em razão dessa mesma operação (interesses negativos)*.”<sup>301</sup>

Ao equiparar “*aos consumidores todas as vítimas do evento*”, o art. 17 do CDC elimina qualquer distinção entre a responsabilidade contratual e extracontratual, sendo de cinco anos o prazo prescricional (CDC, art. 27) e nulas de pleno direito cláusulas que “*impossibilitem, exonerem ou atenuem a responsabilidade do fornecedor por vícios de qualquer natureza dos produtos e serviços ou impliquem renúncia ou disposição de direitos*”, exceto quando se tratar de pessoas jurídicas, caso em que “*a indenização poderá ser limitada, em situações justificáveis*” (CDC, art. 51, I). Nas demais relações privadas, a distinção entre responsabilidade negocial e extranegocial repercute nos prazos prescpcionais, de dez anos para o inadimplemento contratual (CC, art. 205) e de três anos para a responsabilidade extracontratual (CC, art. 206, §3º, V), e na possibilidade de estipulação de cláusulas de limitação e exclusão de responsabilidade em relações envolvendo bens disponíveis.

Para Felipe Peixoto BRAGA NETTO et al (2019, pp. 103-106)<sup>302</sup>, a responsabilidade pré-contratual decorre da confiança e representaria a superação da dicotomia entre responsabilidade contratual e aquiliana. Em caso envolvendo responsabilidade por

<sup>300</sup> LÔBO, Paulo (2019). *Direito civil: volume 2: obrigações*. 7ª Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

<sup>301</sup> STJ. *Recurso Especial 1.641.868 – SP*. Relator Min. Moura Ribeiro, 3ª Turma, DJe 06.09.2018.

<sup>302</sup> BRAGA NETTO, Felipe Peixoto; CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson (2019). *Novo tratado de responsabilidade civil*. 4ª Ed. São Paulo, Saraiva Educação.

rompimento de tratativas em estado avançado, o STJ decidiu que a indenização deveria corresponder aos danos emergentes e aos lucros cessantes por admitir que a responsabilidade pela confiança seria o terceiro fundamento da responsabilidade civil, “*tendo caráter subsidiário: onde houver o dano efetivo, requisito essencial para a responsabilidade civil e não for possível obter uma solução satisfatória pelos caminhos tradicionais da responsabilidade, a teoria da confiança será a opção válida.*”<sup>303</sup>

A dificuldade de conceituação da natureza jurídica da responsabilidade pré-negocial se faz presente no objeto deste trabalho. A não ser que exista um contrato-quadro ou instrumento estipulando a obrigação de oferta de produtos e serviços adequados e o grau de responsabilização das partes, a responsabilidade é extracontratual porque as obrigações dos intermediários financeiros são determinadas pela legislação. Por outro lado, assim como ocorre na responsabilidade contratual, a Instrução CVM 539/2013 permite, dentro de limites, que clientes solicitem classificação diferente da atribuída pelos intermediários financeiros, o que tem reflexo no grau de responsabilidade dos últimos. Além disso, o dano acarretado pela inadequação do produto ou serviço costuma ocorrer após a conclusão de negócios jurídicos e sua extensão pode ser superior aos danos emergentes, dado que em muitas situações é possível inferir qual produto ou serviço alternativo teria sido adequado ao cliente.

Para Sergio CAVALIERI FILHO (2007, pp. 17-18), a responsabilidade civil subjetiva tem três pressupostos. O elemento formal é representado pela violação de um dever jurídico mediante conduta voluntária. O elemento subjetivo diz respeito ao dolo ou à culpa. Em ambos, a conduta é desejada, com a diferença que, na culpa, o resultado não é desejado. Por fim, o elemento causal-material é o dano e a respectiva relação de causalidade. Ainda segundo CAVALIERI FILHO (2007, p. 126), na responsabilidade objetiva o elemento subjetivo pode ou não existir, mas é irrelevante para o dever de indenizar. “*Indispensável será a relação de causalidade porque, mesmo em sede de responsabilidade objetiva, não se pode responsabilizar a quem não tenha dado causa ao evento.*”

---

<sup>303</sup> STJ. *Recurso Especial 1.309.972 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 08.06.2017.  
230

O elemento formal da responsabilidade civil dos intermediários financeiros pelos deveres de informação e de adequação é a violação das normas apresentadas no item 3 do Capítulo III. As Resoluções CMN 3.694/2009 e 4.549/2017 são aplicáveis às instituições autorizadas pelo BCB e todo tipo de clientes, enquanto a Resolução CMN 4.765/2019, que limita os juros do cheque especial a 8% a.m, incide apenas no cheque especial concedido por instituições financeiras a pessoas naturais e microempreendedores individuais. A Instrução CVM 539/2013 é aplicável aos distribuidores de valores mobiliários, que podem ser instituições financeiras ou seus prepostos, nas suas relações com a maioria dos clientes não profissionais. Portanto, o dever de oferta adequada de produtos e serviços não se restringe aos consumidores. Por fim, cabe mencionar o dever de guarda de documentos referentes a esses deveres de conduta por pelo menos cinco anos (Resolução CMN 4.539/2016, art. 6º, §2º e Instrução CVM 539/2013, art. 10).

Quanto ao elemento subjetivo, a responsabilidade civil é subjetiva quando decorre de ato ilícito em sentido estrito (CC, art. 927, caput) e objetiva nos casos especificados em lei, quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, riscos para outrem (CC, art. 927, parágrafo único) e pelos danos causados pelos produtos postos em circulação (CC, art. 931)<sup>304</sup>, como nas fraudes envolvendo serviços bancários, cartões de crédito e cheques falsificados<sup>305</sup>. Além disso, empregadores são responsáveis pelos atos de seus empregados e prepostos independentemente de culpa (CC, 932, III e 933) e, nas relações consumeristas, “*a responsabilidade pessoal dos profissionais liberais será apurada mediante a verificação de culpa*” (CDC, art. 14, § 4º). Por essa razão, as instituições financeiras podem ser responsabilizadas independentemente de culpa na concessão de crédito por intermédio de correspondentes bancários ou nos produtos e ofertados pelos agentes autônomos de investimento.

---

<sup>304</sup> CC, 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. Art. 931. Ressalvados outros casos previstos em lei especial, os empresários individuais e as empresas respondem independentemente de culpa pelos danos causados pelos produtos postos em circulação.

<sup>305</sup> Súmula STJ 479: “*As instituições financeiras respondem objetivamente pelos danos gerados por fortuito interno relativo a fraudes e delitos praticados por terceiros no âmbito de operações bancárias.*”

A responsabilidade é objetiva nas relações de consumo. Segundo o art. 2º, caput, do CDC, “*consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final*”, ao passo que o art. 3º, caput, conceitua fornecedor como quem desenvolve “*atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços*.”. Produtos incluem bens imateriais (§1º) e serviços são quaisquer atividades fornecidas “*no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista.*” (§2º). Embora o texto do CDC seja cristalino quanto à sua incidência à atividade de intermediação financeira, isso já foi objeto de questionamentos. A controvérsia foi pacificada por meio da Súmula 297 do STJ, que declara a aplicabilidade do CDC às instituições financeiras, inclusive as não bancárias, como corretoras de valores<sup>306</sup>. Em decisão do início de 2017, a Terceira Turma do STJ reiterou a incidência do CDC às relações entre pessoas naturais e corretoras de valores, independentemente dos valores envolvidos<sup>307</sup>. Como o STJ adota conceito amplo de instituições financeiras (vide item 1 do Capítulo II), pode-se dizer que o CDC se aplica a todos os intermediários financeiros.

Portanto, atualmente é pacífica a incidência do CDC às pessoas naturais que utilizam produtos e serviços financeiros como destinatários finais, pois se enquadram perfeitamente no art. 2º do CDC. Embora o CDC também seja aplicável às pessoas jurídicas, dificilmente elas serão as usuárias finais de produtos e serviços financeiros. Nesse sentido, há que se diferenciar o consumo intermediário direto, em que os produtos e serviços adquiridos compõem custos diretos de um novo produto ou serviço, do consumo intermediário indireto, em que os produtos e serviços adquiridos não retornam às cadeias de produção e distribuição. No primeiro caso, temos as relações entre intermediários financeiros e entre intermediários financeiros e investidores profissionais, que evidentemente não são usuários finais e não devem ser considerados consumidores. Quando há consumo intermediário

---

<sup>306</sup> STJ. *Recurso Especial 1.194.627 – RS*. Relator Min. Marco Buzzi, 4ª Turma, DJe 19.12.2011.

<sup>307</sup> STJ. *Recurso Especial 1.599.535 – RS*. Relatora Min. Nancy Andrighi, 3ª Turma, DJe 21.03.2017.

indireto, o STJ tem entendido que o CDC é aplicável às pessoas jurídicas quando houver vulnerabilidade, seguindo a chamada teoria finalista aprofundada (ou mitigada)<sup>308</sup>.

Para Claudia Lima MARQUES et al (2013, p. 97)<sup>309</sup>, a vulnerabilidade se apresenta nas modalidades técnica, jurídica, fática e informacional. A modalidade técnica implica ausência de conhecimento específico sobre produto ou serviço, sendo presumida para consumidores não profissionais, podendo ser invocada excepcionalmente para consumidores profissionais quando os aspectos técnicos não tiverem relação com seus conhecimentos ou área de atuação. Isso permite, por exemplo, a aplicação do CDC a negócios envolvendo instrumentos financeiros complexos (Vide Capítulo III) com empresas que normalmente não seriam consideradas consumidoras. A vulnerabilidade jurídica pressupõe conhecimentos insuficientes sobre aspectos jurídicos, contábeis e econômicos relevantes para a relação negocial. A vulnerabilidade fática diz respeito à hipossuficiência econômica, física e psicológica. Como discutido no item 5 do Capítulo I, organizações têm mecanismos para mitigar vieses cognitivos e emocionais inerentes ao processo decisório. Por fim, na era digital, em que a troca de informações se dá em tempo real, a vulnerabilidade informacional estaria ganhando autonomia em relação à técnica.

Resta analisar a relevância do elemento subjetivo da responsabilidade nas relações não disciplinadas pelo CDC. Diante da existência de deveres estipulados na legislação, uma primeira aproximação poderia ser dada pela teoria da culpa contra a legalidade, usualmente aplicada na responsabilidade civil por acidentes automobilísticos. Segundo Rui STOCO (2011, p.161)<sup>310</sup>, pela teoria da culpa contra a legalidade, a violação de uma determinada

<sup>308</sup> STJ. *Recurso Especial 1.195.642 – RJ*. Relatora Min. Nancy Andrighi, 3<sup>a</sup> Turma, Data de julgamento 13.11.2012: “A determinação da qualidade de consumidor deve, em regra, ser feita mediante aplicação da teoria finalista, que, numa exegese restritiva do art. 2º do CDC, considera destinatário final tão somente o destinatário fático e econômico do bem ou serviço, seja ele pessoa física ou jurídica. Dessa forma, fica excluído da proteção do CDC o consumo intermediário, assim entendido como aquele cujo produto retorna para as cadeias de produção e distribuição, compondo o custo (e, portanto, o preço final) de um novo bem ou serviço. Vale dizer, só pode ser considerado consumidor, para fins de tutela pelo CDC, aquele que exaure a função econômica do bem ou serviço, excluindo-o de forma definitiva do mercado de consumo. Todavia, a jurisprudência do STJ, tomando por base o conceito de consumidor por equiparação previsto no art. 29 do CDC, tem evoluído para uma aplicação temperada da teoria finalista frente às pessoas jurídicas, num processo que a doutrina vem denominando “finalismo aprofundado”. Assim, tem se admitido que, em determinadas hipóteses, a pessoa jurídica adquirente de um produto ou serviço possa ser equiparada à condição de consumidora, por apresentar frente ao fornecedor alguma vulnerabilidade.”

<sup>309</sup> MARQUES, C. L; BENJAMIN, A. H.; BESSA, L. R. (2013). *Manual de Direito do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 5<sup>a</sup> ed.

<sup>310</sup> STOCO, Rui (2011). *Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência*. 8<sup>a</sup> ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

conduta regulamentar implica presunção de que o agente agiu culposamente, cabendo prova em contrário. É o teor do art. 304º-A do Código de Valores Mobiliários de Portugal, em que há presunção de culpa do intermediário financeiro “*quando o dano seja causado no âmbito de relações contratuais ou pré-contratuais e, em qualquer caso, quando seja originado pela violação de deveres de informação.*” (vide subitem 2.1.2 do Capítulo III).

Na prática, embora não se confundam, a culpa contra a legalidade se aproxima da responsabilidade objetiva. Entretanto, como não há dispositivo prevendo a culpa presumida no ordenamento brasileiro, parece-nos mais acertada a posição de Paulo LÔBO (2019, p. 342), segundo o qual, “*inclui-se na responsabilidade objetiva o dano decorrente da infração da lei, que vedá atos positivos ou negativos.*”. Nesse sentido, a culpa do intermediário financeiro é irrelevante se os deveres de informação e de adequação previstos na legislação não tiverem sido realizados ou o foram de maneira defeituosa. Isso ocorre, por exemplo, quando são fornecidas informações incompletas sobre custos, tributos e riscos dos produtos e serviços, quando não há avaliação de adequação dos produtos e serviços ou quando a avaliação tiver como base dados desatualizados e/ou não levar em conta todos os atributos previstos nas normas.

Em suma, cabe aos intermediários demonstrarem o cumprimento dos deveres de informação e de adequação, sendo irrelevante a eventual culpa. O aspecto comum nas decisões do TJSP e da CVM analisadas, respectivamente, nos subitens 3.2 e 3.3 do Capítulo III, é não entrarem no mérito da culpabilidade dos intermediários financeiros. A diferença fundamental é que a CVM atribui o ônus probatório aos intermediários financeiros e o TJSP aos clientes.

Acerca do elemento causal-material, o dano e a respectiva relação de causalidade, em dissertação de mestrado sobre o nexo de causalidade, André Yukio Iochida LACERDA (2018)<sup>311</sup> divide as teorias em dois grupos: generalizadoras, que não diferenciam as concausas, e individualizantes, que desenvolvem métodos de seleção da(s) concausa(s)

---

<sup>311</sup> LACERDA, André Yukio Iochida (2018). *NEXO CAUSAL: um estudo à luz do cenário atual da responsabilidade civil.* Dissertação de Mestrado sob orientação de Francisco Paulo De Crescenzo Marino. São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo.

relevante(s). Na teoria da equivalência das condições, principal representante do primeiro grupo, há nexo de causalidade entre a conduta e o dano quando se conclui que a supressão da conduta teria evitado o dano. A teoria da equivalência de condições é acolhida no caput do art. 13 do Código Penal<sup>312</sup>, mas não é aplicável à responsabilidade civil, que se vale de teorias individualizantes.

Pela teoria da causa próxima, somente acarreta responsabilidade a última concausa. Sua principal vantagem é a maior facilidade probatória, embora não seja utilizada porque frequentemente condutas anteriores podem ter sido mais decisivas para a ocorrência do dano que a concausa mais próxima. Isso implicaria, por exemplo, exoneração de responsabilidade do criador de um produto cujas projeções tenham adotado premissas equivocadas nas projeções de resultado e/ou não tenha identificado corretamente o público-alvo, induzindo os distribuidores a erro na avaliação de adequação. Diferentemente, a teoria da causa eficiente procura identificar a concausa com maior aptidão para que o dano ocorresse, apresentando, no entanto, dificuldade para quantificação da responsabilidade civil quando há diversas concausas aptas a produzir o dano, o que ocorre, por exemplo, em produtos e serviços com cadeia de intermediação longa.

Na teoria da causalidade necessária, a causa é o fator que se liga diretamente ao dano. Sua base é o texto do art. 403 do CC, que limita as perdas e danos aos prejuízos efetivos e lucros cessantes resultantes por efeito “*direto e imediato*” da conduta ilícita. A principal vantagem dessa teoria é conferir maior previsibilidade à perda esperada para o causador do dano e ressaltar a interrupção do nexo causal, seja por caso fortuito ou força maior, seja por conduta de terceiro ou da própria vítima. Os principais problemas dessa teoria dizem respeito à possibilidade de as indenizações serem insuficientes para reparar integralmente o dano e à ausência de critérios claros e precisos para a identificação, dentre diversas condições que gravitam em torno do dano, da causa necessária.

---

<sup>312</sup> CP, Art. 13 - O resultado, de que depende a existência do crime, somente é imputável a quem lhe deu causa. Considera-se causa a ação ou omissão sem a qual o resultado não teria ocorrido.

Pela teoria da causalidade adequada, há nexo causal quando a conduta é abstratamente idônea a causar o dano, ou seja, quando o resultado danoso seria previsível ou provável a partir da conduta em questão. Em sua versão negativa, a conduta só deixa de ser considerada causa quando surge circunstância excepcional, anormal, extraordinária ou anômala. Suas principais vantagens são de facilitar a prova do nexo causal e possibilitar indenização por danos que o agente não previu. Essa teoria tem respaldo do art. 944 do Código Civil, cujo caput determina mensuração da indenização pela “*extensão do dano*”, exceto “*se houver excessiva desproporção entre a gravidade da culpa e o dano*”, situação na qual o juiz pode reduzir equitativamente a indenização (CC, art. 944, parágrafo único).

Segundo LACERDA (2018), no Brasil, Orlando Gomes, Paulo Lôbo e Teresa Ancona Lopez adotam a teoria da causalidade necessária, enquanto Edson Fachin, Marco Fábio Morsello, Otávio Luiz Rodrigues Jr. e Paulo de Tarso Sanseverino seguem a teoria da causalidade adequada. Já a jurisprudência se divide entre as duas teorias, havendo inclusive decisões tratando-as como se não houvesse distinção. Para LACERDA (2008), isso indica complementariedade entre as duas teorias, que deveriam ser analisadas em conjunto, sendo que a primeira facilitaria a identificação de excludentes de responsabilidade e a última indenização mais próxima do dano.

Segundo o Teoria de Coase (vide item 3 do Capítulo I), as relações negociais produzem resultados eficientes quando as partes internalizam os custos de suas condutas. O causador do dano adota o nível eficiente de precaução se ele tiver de indenizar integralmente a vítima. Esta, por sua vez, irá se comportar de maneira eficiente se não receber indenização alguma. Como na responsabilidade civil a indenização paga pelo causador do dano é igual à recebida pela vítima, as normas de Direito Privado são inaptas a induzir simultaneamente comportamentos eficientes das duas partes, o que é conhecido como paradoxo da indenização (COOTER & ULEN, 2019, pp. 331-334). Neste sentido, a tensão entre as teorias da causalidade necessária e adequada visam a mitigar ineficiências decorrentes do paradoxo da indenização, o que explica o porquê de a jurisprudência não apontar inequivocamente para uma teoria do nexo causal.

Há três hipóteses de excludentes de responsabilidade por rompimento do nexo causal: caso fortuito e força maior (CC, art. 393), culpa exclusiva de terceiro (CDC, arts. 12, §3º, III, e 14, §3º, II) e culpa / fato exclusivo da vítima (CDC, arts. 12, §3º, III, e 14, §3º, II). É importante mencionar que o fortuito interno, como por exemplo ataque cibernético que modifique informações relativas ao perfil dos clientes, não é excludente de responsabilidade, pois entendemos ser hipótese de incidência da Súmula 479 do STJ. A culpa concorrente não é excludente de responsabilidade, mas permite redução da indenização em função da gravidade das culpas (CC, art. 945<sup>313</sup>).

Do ponto de vista do objeto deste trabalho, seriam excludentes de responsabilidade: i. cliente adquire produto ou serviço financeiro mesmo após ser informado tempestivamente pelo intermediário financeiro que o produto ou serviço lhe foi considerado inadequado; ii. cliente presta informações inexatas sobre suas necessidades, objetivos, perfil de risco, renda regular e/ou patrimônio, desde que a inexatidão não seja manifesta, hipótese em que haveria culpa concorrente; iii. fato exclusivo do cliente, como desemprego, queda na renda ou no valor de bens que tornem produtos e serviços inadequados à sua situação financeira. O intermediário financeiro que não tenha realizado a avaliação de adequação do produto ou serviço ao cliente pode se exonerar de responsabilidade civil caso prove que o cliente teria feito o negócio jurídico da mesma maneira, por exemplo, demonstrando que outro intermediário financeiro lhe informou que o produto ou serviço em questão lhe era inadequado.

Embora a inadequação de produtos e serviços financeiros possa gerar danos morais, o escopo deste trabalho restringe-se aos danos patrimoniais, medidos pela diferença de performance entre um produto ou serviço adequado e o produto ou serviço inadequado efetivamente adquirido. É importante ressaltar que o dano não é sinônimo de diferença entre os resultados efetivo e esperado de produtos e serviços financeiros. Isso porque produtos e serviços adequados podem gerar resultados inferiores aos esperados, como ocorreria no caso de um investidor que, conhecendo o mercado acionário, tendo alto apetite ao risco e capacidade de arcar com a redução do capital investido, tem perdas

---

<sup>313</sup> CC, Art. 945. Se a vítima tiver concorrido culposamente para o evento danoso, a sua indenização será fixada tendo-se em conta a gravidade de sua culpa em confronto com a do autor do dano.

significativas em carteira de ações recomendada por agente autônomo de investimentos. Nesse sentido, o dano só corresponde à diferença entre o resultado efetivo e esperado se houver promessa de determinado resultado.

Além disso, a aquisição de produto ou serviço inadequado é condição necessária, mas não suficiente, para que ocorra dano, pois é possível que o retorno de produtos inadequados seja superior ao de produtos adequados. Isso ocorreria, por exemplo, no caso de um investidor sem conhecimento do mercado de capitais e altamente avesso a risco que adquira carteira de ações cujo resultado final venha a ser superior aos investimentos com que estava acostumado. Embora menos provável, também pode ocorrer a situação em que o intermediário financeiro implemente uma política de investimento mais conservadora que a demandada por seu cliente e, posteriormente, um movimento de mercado acarrete perdas nos mercados de maior risco. Na crise de 2008, seriam enquadrados nessa situação mutuários europeus de financiamentos imobiliários sem *hedge* de taxa de juros e exportadores brasileiros sem *hedge* cambial (vide subitens 2.1.2 e 3 do Capítulo III).

Em termos gerais, a medida da extensão do dano é dada pelo maior valor entre zero e a diferença de resultado, incluídos custos diretos e indiretos, de um produto ou serviço adequado com o que foi efetivamente adquirido. Se essa diferença for negativa, ou seja, se o resultado do produto adquirido foi maior que o de um produto adequado, não há dano indenizável. Se a conclusão for de que o cliente não teria adquirido produto algum, o negócio jurídico é inválido (vide item 1 deste Capítulo). Situação mais complexa ocorre quando, pela análise do caso concreto, se conclua que o cliente teria adquirido outro produto com custo menor e/ou rendimento maior.

No caso de produtos com rendimento similar e custo maior do que o dos produtos que seriam adequados, a indenização é a restituição desses custos. Um exemplo dessa situação seria a restituição de taxa de administração de seguros com componente de investimento no caso de as seguradoras não informarem corretamente seus clientes sobre esse custo. Outro exemplo seria de pessoa com horizonte temporal mais curto que, por recomendação de intermediário financeiro, transfira seus recursos de fundos de renda fixa para fundos de

previdência privada e descubra, no momento do resgate, que teria de pagar alíquota de imposto de renda mais elevada. Neste caso, a indenização corresponderia à diferença de tratamentos tributários.

Outro exemplo dessa aplicação seria de tomador sobreendividado que obtenha sucessivas ampliações de limite de cheque especial. Como nesse caso o produto adequado seria uma linha de crédito de renegociação de dívidas acessível para o cliente em questão ou a declaração de inadimplência, a dívida deveria ser reduzida como se, a partir do momento em que se identifica o sobreendividamento (por exemplo, extração do limite do cheque especial ou comprometimento de renda com empréstimos superior a 30%), o banco tivesse oferecido o refinanciamento ou declarado a inadimplência do cliente. A dificuldade prática reside na inexistência de uma definição precisa de sobreendividamento na legislação.

Por fim, há a situação de investidor que adquire produto inadequado e obtém resultado inferior ao que teria com produto adequado. A indenização comumente adotada é a devolução dos recursos investidos, que, apesar de facilmente calculável, pode ser insuficiente ou excessiva para o caso concreto. A indenização apropriada é medida a partir da diferença de rendimento entre o produto adequado e o que foi adquirido, restituindo a vítima ao mesmo nível de bem-estar que teria caso o intermediário financeiro tivesse cumprido seus deveres de conduta. Um exemplo com base em caso concreto foi de pessoa física levada a investir em derivativo de ação acreditando tratar-se de ação, obtendo resultado negativo. A tese que prevaleceu foi de extinção da dívida e devolução do valor investido em ações, mas o voto dissidente, que nos parece mais apropriado, defendia a tese de devolução do valor que as ações teriam quando o investidor se deu conta do dano, que, no caso concreto, foi menor que o capital investido, pois a ação na qual a pessoa investiu perdeu valor no período<sup>314</sup>.

Tome-se o exemplo hipotético de um agente autônomo de investimentos que induziu dois clientes a aplicarem a mesma quantia em estratégia com derivativos que resulta em saldo

---

<sup>314</sup> Vide: TJRS. *Apelação 0039535208/2010*. Relator Des. Paulo Sergio Scarparo, 16<sup>a</sup> Câmara Cível, 27.01.2011.

negativo, possibilidade que ambos não estavam cientes. Ainda assim, um cliente tinha ciência da possibilidade de perda do capital investido, enquanto o outro acreditava tratar-se de um box, estratégia que consiste na combinação de derivativos para gerar resultado igual ao de renda fixa. Uma indenização equivalente ao capital investido seria excessiva para o primeiro investidor e insuficiente para o último.

Embora nem sempre seja possível identificar precisamente qual seria o produto adequado para o caso concreto, na grande maioria dos casos é factível estimar que tipo de produto seria adequado para o cliente. Nesse sentido, vale lembrar do núcleo duro da HME, explorada no item do 2 do Capítulo I, de que não se pode superar o mercado sistematicamente, ou seja, no longo prazo, produtos de um mesmo tipo geram resultados líquidos similares (Gráfico 2). Por essa razão, o uso de índices de mercado é uma aproximação razoável do resultado que o cliente obteria: por exemplo, caderneta de poupança para investidores muito conservadores e/ou sem conhecimentos de investimentos, taxa Selic para produtos de renda fixa, ETFs para o mercado de ações, taxas de juros médias praticadas para diferentes linhas de crédito e assim por diante. A própria taxa de juros de mora, fixada “*segundo a taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional*” (CC, art. 406) e entendida pelo STJ como a taxa Selic<sup>315</sup>, embute a noção de custo de oportunidade de um agente econômico com perfil de risco conservador.

---

<sup>315</sup> STJ. *AgInt no Recurso Especial 1.543.150 – DF*. Relator Min. Antônio Carlos Ferreira, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 14.10.2019.

#### **4.3 CONCLUSÃO PARCIAL**

O descumprimento dos deveres de informação e de adequação pode invalidar, totalmente ou em parte, negócios jurídicos realizados entre intermediários financeiros e seus clientes. Contudo, nem sempre produtos e serviços inadequados são nulos ou anuláveis por erro ou dolo. A responsabilidade civil dos intermediários financeiros tem como condição necessária, mas não suficiente, a não comprovação, por parte do intermediário financeiro, de cumprimento satisfatório dos deveres de informação de adequação. O passo seguinte é averiguar qual produto ou serviço o cliente teria adquirido se o intermediário financeiro tivesse cumprido com seus deveres de conduta, havendo três resultados possíveis: i. se o cliente iria adquirir o mesmo produto independentemente da conduta do agente, há rompimento do nexo de causalidade, exonerando o intermediário financeiro de responsabilidade; ii. se o cliente não iria adquirir produto algum, o negócio jurídico é anulável ou, quando o regime de nulidades não for aplicável, o intermediário financeiro deve indenizar seu cliente por perdas e danos; iii. o cliente teria adquirido outro produto e serviço, a indenização se mede pela diferença de performance líquida entre o produto adquirido e o produto adequado. Nesse caso, a indenização só é cabível se a performance do produto adquirido for pior que a do produto adequado.

Há que se fazer uma importante ressalva quanto à função preventiva da responsabilidade civil. Quando a indenização equivale à devolução de emolumentos e comissões obtidos indevidamente dos clientes, a responsabilidade civil é inócuia sobre a propensão a desvios de conduta. Isso ocorre porque, para o intermediário financeiro o pior cenário seria restituir todos os recursos obtidos indevidamente, retornando ao estado original que em que estaria se tivesse adotado conduta lícita. Em grande medida, trata-se do mesmo incentivo perverso existente nas relações agente-principal. Nesses casos, a conduta indesejável somente poderá ser inibida se, cumulativamente à indenização por danos patrimoniais, os intermediários financeiros tiverem de indenizar seus clientes por danos morais ou incorrer em sanções administrativas e/ou sociais, como deterioração à reputação.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A atividade de intermediação financeira propicia às pessoas naturais e jurídicas não financeiras meios eficientes, devido à mitigação das falhas de mercado e ganhos de escala, para a transferências, intertemporais e entre pessoas, de recursos e riscos. Desse modo, mesmo quando tecnicamente possível, a desintermediação tende a ser economicamente ineficiente. Por essa razão, não acreditamos que as tecnologias de registro distribuído, criptoativos e *stablecoins* irão eliminar a intermediação financeira, mas sim modificar e introduzir novos produtos, serviços e intermediários financeiros, trazendo desafios para a manutenção da estabilidade sistêmica e proteção de investidores.

As experiências brasileira e europeia das últimas décadas têm demonstrado que, apesar das especificidades nacionais, a oferta de produtos e serviços financeiros tende a ser correlacionada com o nível de desenvolvimento. Em países emergentes de moedas inconvertíveis, deficiência das fontes de *funding* interno e mercados de capitais menos desenvolvidos, o acesso a produtos e serviços mais complexos tende a ser restrito a grandes empresas e investidores profissionais e produtos referenciados em moedas de grandes centros financeiros internacionais tendem a ser mais importantes. Nos países desenvolvidos, o acesso a produtos e serviços mais complexos é mais amplo e taxas de juros em moedas nacionais tendem a ser mais relevantes. Dois aspectos são comuns a várias jurisdições: i. após crises econômicas, as instituições financeiras tendem a aumentar taxas de juros de financiamentos de curto prazo e créditos rotativos como estratégia defensiva para compensar a queda de rentabilidade, o que reforça o efeito da recessão sobre o sobreendividamento de famílias e empresas e ii. conjunturas econômicas de baixas taxas de juros favorecem a expansão do crédito e a tomada de riscos.

A legislação vigente no Brasil oferece nível de proteção aos clientes dos intermediários financeiros significativamente inferior ao das normas de conduta vigentes na União Europeia antes da crise de 2008, especialmente no que diz respeito aos produtos de crédito e seguros com componente de investimento. Por um lado, isso reflete o menor grau de desenvolvimento dos mercados financeiros e de capitais brasileiros, de outro significa que, atualmente, o nível de proteção aos clientes de intermediários financeiros está muito

aquém do requerido para mercados mais desenvolvidos. A conjuntura macroeconômica dos últimos anos, caracterizada por taxas de juros e de inflação em patamares historicamente baixos, tende a aumentar o apetite ao risco, tornando mais urgente a necessidade de aprimoramentos na legislação brasileira.

Devido às inovações financeiras, sempre haverá intermediários e/ou produtos e serviços não regulados, o que ocorre atualmente com algumas *fintechs*, especialmente as envolvidas com as tecnologias de registro distribuído, criptoativos e *stablecoins*. Neste sentido, seria desejável que, conjuntamente a uma legislação estipulando deveres de conduta mais detalhados para os intermediários financeiros, lei delegasse ao CMN competência para atribuir ao BCB e à CVM a regulação e supervisão de produtos, serviços e intermediários financeiros ainda não regulados.

Embora a imposição de deveres de conduta mais rígidos aos intermediários financeiros pareça intervenção excessiva nas relações negociais, é importante ter em mente que, em alguns casos, como no Brasil, as entidades privadas de autorregulação foram pioneiras na regulamentação do dever de oferta adequada de produtos e serviços financeiros. Além disso, a incorporação dos vieses cognitivos e emocionais na análise econômica do processo decisório leva à conclusão de que a maneira como a informação é transmitida não é neutra e que, mesmo suficientemente informados e livres, agentes econômicos nem sempre maximizem a própria utilidade esperada. Em relações paritárias, esses limites à racionalidade tendem a se compensar, justificando enfoque libertário. Nas relações entre indivíduos e organizações, os últimos tendem a levar vantagem por possuírem meios mais eficientes de mitigar os vieses cognitivos e emocionais no processo decisório. Os limites à racionalidade tendem a ser mais relevantes em produtos e serviços mais complexos, devido à dificuldade intrínseca de compreensão do binômio risco e retorno, e inovações financeiras, nas quais o público ainda não acumulou experiência.

Como mencionado no item 3 do Capítulo III, os deveres de conduta têm custos. Ademais, quando um intermediário financeiro deixa de ofertar um produto ou serviço a um cliente potencial, seu concorrente pode fazê-lo. Desse modo, os deveres de informação e de

adequação só serão efetivos se adotados por todos os concorrentes. Além disso, significarão estreitamente da cooperação entre intermediários financeiros e seus clientes, com potencial de ganhos de eficiência e mitigação da inerente instabilidade financeira.

Além de descrever a legislação e a jurisprudência brasileira, o último capítulo desta tese procurou desenvolver método para se avaliar a responsabilidade civil dos intermediários financeiros caso a oferta de produtos e serviços inadequados cause danos aos clientes. Ainda assim, é forçoso reconhecer que a responsabilidade civil, por si, não é apta a inibir práticas indesejadas.

## BIBLIOGRAFIA

- AGLIETTA, Michel (2004). *Macroeconomia financeira: mercado financeiro, crescimento e ciclos (V.1)*. São Paulo: Edições Loyola, 2004.
- ALDASORO, Iñaki & EHLERS, Torsten (2018). *The credit default swap market: what a difference a decade makes*. BIS Quarterly Review, June 2018. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1806b.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1806b.pdf) . Acesso em 28.06.2018.
- ALONSO, Luis López; MONGE, Patricia Guillén (2017). *Evolución legal en los deberes de conducta y de información en materia de contratación de productos de inversión*. Actualidad Civil, Nº 4, Sección Derecho de los contratos. Editorial Wolters Kluwer, abril de 2017.
- AKERLOF, George Arthur (1970). *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. The Quarterly Journal of Economics, Volume 84, Issue 3: August 1970, pp. 488-500.
- AKERLOF George Arthur & SHILLER, Robert James (2015). *Phishing for Phools: The economics of manipulation and deception*. Princeton University Press, 2015.
- AMSDEM, Zachary et al (2019). *The Libra Blockchain*. Libra.org: September, 2019. Disponível em <https://developers.libra.org/docs/assets/papers/the-libra-blockchain.pdf> . Acesso em 05.11.2019.
- ANTUNES, José Engrácia (2017). *Deveres e Responsabilidade do Intermediário Financeiro - Alguns Aspetos*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários. Número 56, abril de 2017, pp. 31-52. Disponível em <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/Cadernos%20MVM%2056.pdf> . Acesso em 17.04.2018.
- ARROW, Kenneth Joseph (1951). *Social Choice and Individual Values*. New Haven and London: Yale University Press, 1951, 2nd Edition.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (2019). *Consolidado Histórico de Fundos de Investimentos – Julho de 2019*. Disponível em [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm) . Acesso em 11.09.2019.
- AZEVEDO, Antonio Junqueira de (1996). *Responsabilidade pré-contratual no Código de Defesa do Consumidor: Estudo comparativo com a responsabilidade pré-contratual no*

*Direito Comum. Revista de Direito do Consumidor*, Vol. 18, abril/junho de 1996, pp. 23-31.

BACIC, Miguel Juan; FRANCO DA SILVEIRA, Rodrigo Lanna; FERREIRA DE SOUZA, Maria Carolina de Azevedo (2010). *Gestão imprudente do risco financeiro como elemento de destruição de valor: uma reflexão a partir do uso de derivativos por empresas líderes brasileiras*. Revista Digital del Instituto Internacional de Costos Nº 6, enero/junio 2010, pp. 49-68. Disponível em [http://www.revistaiic.org/articulos/num6/articulo3\\_esp.pdf](http://www.revistaiic.org/articulos/num6/articulo3_esp.pdf). Acesso em 10.10.2019.

ÁVILA, Flávia & BIANCHI, Ana Maria (Org.) (2015). *Guia de economia comportamental e experimental*. Tradução Laura Teixeira Motta e Paulo Futagawa. São Paulo: EconomiaComportamental.org, 2015. Licença: Creative Commons Attribution CC-BY-NC – ND 4.0. Disponível em <http://www.economiacomportamental.org/guia-economia-comportamental.pdf>. Acesso em 13.07.2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (1999). *A Evolução do Sistema Financeiro Brasileiro (1994 - 1998)*. Publicado na Internet em 29/09/1999, p. 3. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?REVSFN199812C2>. Acesso em 05.06.2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2018). *Upgrade tecnológico do STR eleva velocidade de processamento para até 500 mil mensagens por hora*. Conexão real com o BC, 6 de junho de 2018, Ano 2, Edição 111.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019a). *Relatório de Economia Bancária 2018*. Data de publicação: 28.05.2019. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb\\_2018.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf). Acesso em 12.08.2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019b). *Recolhimento Compulsório/Encaixe Obrigatório - Quadro Resumo Atualizado em: 4.9.2019*. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema\\_pagamentos\\_brasiliero/Resumo\\_aliquotas\\_compuls%C3%B3rios.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/sistema_pagamentos_brasiliero/Resumo_aliquotas_compuls%C3%B3rios.pdf). Acesso em 15.09.2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019c). *Quantitativo de instituições autorizadas por segmento*. 30.11.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/evolucaosfnmes/201911%20-%20Quadro%2001%20->

[%20Quantitativo%20de%20institui%C3%A7%C3%B5es%20por%20segmento.pdf](#) .

Acesso em 16.12.2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019d). *STR - Giro - Evolução Diária*. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpom%2Fspb%2Festatistica%2FPort%2FgirodiarioPlandd.asp> . Acesso em 30.10.2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019e). *Relação de participantes do STR - Ambiente de Produção*. Atualizado em 29.10.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pom/spb/estatistica/port/ASTR003.pdf> . Acesso em 29.10.2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (2019f). *BC põe em consulta pública regras para funcionamento do Open Banking*. Brasília, 05.12.2019, atualizado 10.12.2019. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/392/noticia> . Acesso em 19.12.2019.

BANCO DE ESPAÑA (2009). *Memoria del Servicio de Reclamaciones 2008*. Madrid, 2009. Disponível em <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/08/Fic/2008msr.pdf> . Acesso em 01.11.2019.

BANCO DE ESPAÑA (2010). *Memoria del Servicio de Reclamaciones 2009*. Madrid, 2010. Disponível em <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/09/Fich/MSR2009.pdf> . Acesso em 01.11.2019.

BANCO DO BRASIL (2019). *Banco do Brasil isentará seus clientes de tarifa no cheque especial*. 24.12.2019. Disponível em <https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/imprensa/n/60666/Banco%20do%20Brasil%20isentar%C3%A1%20seus%20clientes%20de%20tarifa%20no%20cheque%20especial#/> . Acesso em 26.12.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1986). *RECENT INNOVATIONS IN INTERNATIONAL BANKING*. April 1986. Disponível em <https://www.bis.org/publ/ecsc01.htm> . Acesso em 26.06.2018.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS (2009). *International banking and financial market developments. Quarterly Review, June 2009*. Disponível em [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0906.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf) . Acesso em 03.03.2018.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015). *Introduction to BIS statistics. Quarterly Review*, pp. 35. 51. Basel: September 2015. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1509e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1509e.pdf) . Acesso em 22.10.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2018). *Annual Economic Report 2018*. Chapter V. Cryptocurrencies: looking beyond the hype, pp. 91-114. Disponível em <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e5.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019a). *Exchange-traded derivatives statistics*. Basel, Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6%7C32%7C616>. Acesso em 30.09.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019b). *OTC derivatives outstanding*. Basel, Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>. Acesso em 30.09.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019c). *Residential property prices: detailed series (nominal)*. Basel, Updated 26 September 2019. Disponível em [https://www.bis.org/statistics/pp\\_detailed.htm?m=6%7C288%7C593](https://www.bis.org/statistics/pp_detailed.htm?m=6%7C288%7C593). Acesso em 26.10.2019.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019d). *Credit to the non-financial sector*. Updated 22 September 2019. Disponível em <https://www.bis.org/statistics/totcredit.htm?m=6%7C380%7C669>. Acesso em 24.06.2018.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2019e). *Payments and financial market infrastructures*. Updated: 16/04/2019. Disponível em <https://stats.bis.org/statx/toc/CPMI.html>. Acesso em 28.10.2019.

BAZERMAN, Max Hal & CHUGH, Dolly (2005). *Bounded Awareness: Focusing Failures in Negotiation*. FRONTIERS OF SOCIAL PSYCHOLOGY: NEGOTIATIONS, L. Thompson, Ed., Psychological Press, 2005. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=627482](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=627482). Acesso em 22.05.2018.

BECH, Morten; GARATT, Rodney (2017). *Central bank cryptocurrencies*. Basel: BIS Quarterly Review, September 2017. Disponível em [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1709f.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709f.pdf). Acesso em 01.11.2019.

BHASKARAN, Suparna (2016). *PINKLING – HOW WALL STREET'S PREDATORY PRODUCTS PILLAGE WOMEN'S WEALTH, OPPORTUNITIES & FUTURES*. June, 2016. Disponível em [https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/acceinstitute/pages/100/attachments/original/1466121052/acce\\_pinklining\\_VIEW.pdf?1466121052](https://d3n8a8pro7vhmx.cloudfront.net/acceinstitute/pages/100/attachments/original/1466121052/acce_pinklining_VIEW.pdf?1466121052). Acesso em 15.09.2019.

- BITCOIN WIKI (2019). *Controlled supply.* Disponível em [https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled\\_supply](https://en.bitcoin.it/wiki/Controlled_supply). Acesso em 29.10.2019.
- BITCOINCHAIN.COM (2019) *Bitcoin Money Supply.* Disponível em <https://bitcoinchain.com/>. Acesso em 23.12.2019.
- BLOCKCHAIN.COM (2019a). *The number of daily confirmed Bitcoin transactions.* Disponível em <https://www.blockchain.com/pt/charts/n-transactions?timespan=all>. Acesso em 23.12.2019.
- BLOCKCHAIN.COM (2019b). *Average USD market price across major bitcoin exchanges.* Disponível em <https://www.blockchain.com/pt/charts/market-price>. Acesso em 23.12.2019.
- BOBROV, Liron Hakim (2018). *Mobile Messaging App Map – February 2018.* Market Intelligence Insights February 5, 2018. Disponível em <https://www.similarweb.com/blog/mobile-messaging-app-map-2018>. Acesso em 28.09.2019.
- BONINI, Carlo (2010). *Carte di credito nella bufera stop Bankitalia a Amex e Diners.* La Repubblica: 09.04.2010. Disponível em [https://www.repubblica.it/economia/2010/04/09/news/carte\\_credito-3212159/?refresh\\_ce](https://www.repubblica.it/economia/2010/04/09/news/carte_credito-3212159/?refresh_ce). Acesso em 01.10.2019.
- BORGES, Sofia Leite; OLIVEIRA, Catarina Gonçalves de O (2008). *A TRANSPOSIÇÃO EM PORTUGAL DA DMIF E DA DIRECTIVA DA TRANSPARÊNCIA.* Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 19-2008, pp. 25-40. Disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1925/documento/articuloUM.pdf?id=3170>. Acesso em 05.07.2018.
- BRAGA NETTO, Felipe Peixoto; CHAVES DE FARIAS, Cristiano; ROSENVALD, Nelson (2019). *Novo tratado de responsabilidade civil.* 4<sup>a</sup> Ed. São Paulo, Saraiva Educação, 2019.
- BURGOS, Aldenio de Vilaça; OLIVEIRA FILHO, Jose Deodoro de; SUARES, Marcus Vinicius Cursino; ALMEIDA, Rafael Sarres de (2017). *Distributed ledger technical research in Central Bank of Brazil.* Brasilia: Central Bank of Brazil, 31<sup>st</sup> August 2017. Disponível em [https://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/Distributed\\_ledger\\_technical\\_research\\_in\\_Central\\_Bank\\_of\\_Brazil.pdf](https://www.bcb.gov.br/htms/public/microcredito/Distributed_ledger_technical_research_in_Central_Bank_of_Brazil.pdf). Acesso em 01.11.2019.

BUSCH, Danny (2017). *The private law effect of MiFID: the Genil case and beyond*. Disponível em

[https://www.law.ox.ac.uk/sites/files/oxlaw/busch\\_private\\_law\\_effect\\_mifid\\_ii\\_ercl\\_2017-1.pdf](https://www.law.ox.ac.uk/sites/files/oxlaw/busch_private_law_effect_mifid_ii_ercl_2017-1.pdf). Acesso em 01.11.2019.

CÂMARA, Paulo (2008). *O dever de adequação dos intermediários financeiros*. Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão. Volume II, pp. 1307-1324. Almedina, 2008.

CAMDESSUS, Michel (1999). *International Financial and Monetary Stability: A Global Public Good?* International Monetary Fund, May 28, 1999. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp052899>. Acesso em 29.09.2019.

CAMPOS, Álvaro (2019). *Mais de 90% das pessoas que tentam viver de 'day trade' têm prejuízo*. São Paulo, Valor Econômico, 07.03.2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/03/07/mais-de-90-das-pessoas-que-tentam-viver-de-day-trade-tem-prejuizo.ghtml>. Acesso em 13.10.2019.

CARRO, Rodrigo (2019). *Denúncias sobre criptomoedas dão um salto na CVM*. Valor Econômico, 10.09.2019. Disponível em <https://valorinveste.globo.com/mercados/cripto/noticia/2019/09/10/denuncias-sobre-criptomoedas-dao-um-salto-na-cvm.ghtml>. Acesso em 11.09.2019.

CATALINI, Christian et al (2019). *A Reserva*. Libra.Org. Disponível em [https://libra.org/pt-BR/about-currency-reserve/?noredirect=pt-BR#the\\_reserve](https://libra.org/pt-BR/about-currency-reserve/?noredirect=pt-BR#the_reserve). Acesso em 05.11.2019.

CAVALIERI FILHO, Sergio (2007). *Programa de Responsabilidade Civil*. 7<sup>a</sup> Ed. 3<sup>a</sup> reimpr. São Paulo: Atlas.

CENTRAL BANK OF IRELAND (2010a). *Financial Regulator concerned about delays in paying home insurance claims*. Dublin: May, 2010. Disponível em <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/regulation/consumer-protection/compliance-monitoring/themed-inspections/retail-intermediaries/gns4-2-1-2-info-rel-rev-mtggess-ref-spec-ldrs-m-int.pdf?sfvrsn=6>. Acesso em 10.10.2019.

CENTRAL BANK OF IRELAND (2010b). *Press Releases January – June 2010*. Disponível em <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/news-and-media/press-releases/press-release-archive/press-release-2010-jan-jun.pdf>. Acesso em 1.12.2019.

CHAGUE, Fernando; GIOVANNETTI, Bruno (2019). *É possível viver de day-trading?* 05.03.2019. Disponível em <https://cointimes.com.br/wp-content/uploads/2019/03/Viver-de-day-trading.pdf>. Acesso em 08.10.2019.

CHAN, Edwin (2019). *China Plans to Ban Cryptocurrency Mining in Renewed Clampdown*. Bloomberg, 9 de abril de 2019. Disponível em <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-04-09/china-plans-to-ban-cryptocurrency-mining-in-renewed-clampdown>. Acesso em 30.10.2019.

CHATER, Nick (2015). *A REVOLUÇÃO DA CIÊNCIA COMPORTAMENTAL NAS POLÍTICAS PÚBLICAS E EM SUA IMPLEMENTAÇÃO* (2015). In: ÁVILA, Flávia & BIANCHI, Ana Maria (Org.). *Guia de economia comportamental e experimental*. Tradução Laura Teixeira Motta Paulo Futagawa. São Paulo: EconomiaComportamental.org, 2015. Licença: Creative Commons Attribution CC-BY-NC – ND 4.0. Disponível em <http://www.economiacomportamental.org/guia-economia-comportamental.pdf>. Acesso em 13.07.2018.

CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE (2019). *2017 Product Anniversaries*. Chicago, S/D. Disponível em <https://www.cmegroup.com/company/product-anniversaries.html> . Acesso em 19.10.2019.

COASE, Ronald Harry (1960). *The Problem of Social Cost*. Journal of Law and Economics, Vol. 3 (Oct. 1960), pp. 1-44. Published by: The University of Chicago Press. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/724810?origin=JSTOR-pdf> . Acesso em 26.09.2019.

COINDESK (2019). *CoinDesk ICO Tracker*. Disponível em <https://www.coindesk.com/ico-tracker> . Acesso 01.05.2019.

COINMARKETCAP.COM (2019). *Percentage of Total Market Capitalization (Dominance)*. Disponível em <https://coinmarketcap.com/charts/#dominance-percentage> . Acesso em 23.12.2019.

COLANDER, David; HOLT, Hic; ROSSER, Barkley (2003). *The Changing Face of Mainstream Economics*. Middlebury College Economics Discussion Paper Nº 03-27, november 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2013). *Marketing Multinível e Pirâmides Financeiras*. Boletim de Proteção do Consumidor/Investidor CVM/Senacon, vol. 6, 17.09.2013. Disponível em

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Boletim/BoletimConsumidorInvestidor-6.pdf> . Acesso em 29.09.2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2017a). *Pesquisa CVM sobre novas tecnologias financeiras (FINTECH)*. Rio de Janeiro, 06.06.2017. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2017/20170606\\_relatorio\\_pesquisa\\_FINTECH.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2017/20170606_relatorio_pesquisa_FINTECH.pdf) . Acesso em 17.05.2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2017b). *Initial Coin Offering (ICO) - Nota da CVM a respeito do tema*. 11 de outubro de 2017. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html> . Acesso em 01.05.2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; INSTITUTO DE TECNOLOGIA E SOCIEDADE (2019). *Cadastro de Investidores: Desafios Operacionais, Inovações Tecnológicas e Proposta*. Coordenação do Estudo: Rafael Hotz Arroyo. Rio de Janeiro, 18.12.2019. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20191218-5.html> . Acesso em 19.12.2019.

COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS – CESR (2009). *MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*. Ref.: CESR/09-559, November, 2009. Disponível em [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09\\_559.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/09_559.pdf) . Acesso em 19.06.2018.

COMMITTEE ON PAYMENTS AND MARKET INFRASTRUCTURES (2015). *CPMI report on digital currencies*. Basel: Bank for International Settlements, November, 2015. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d137.pdf> . Acesso em 01.11.2019.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM & THE FINANCIAL STABILITY BOARD (2019). *FinTech credit: Market structure, business models and financial stability implications*. May, 2017. Disponível em [https://www.bis.org/publ/cgfs\\_fsb1.pdf](https://www.bis.org/publ/cgfs_fsb1.pdf) . Acesso em 17.05.2019.

COOTER, R & ULEN, T (2019). *Law and Economics*. 6th edition. Berkeley: Hardcover, 2016. Disponível em [https://scholarship.law.berkeley.edu/books/2/?utm\\_source=scholarship.law.berkeley.edu%2Fbooks%2F2&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.berkeley.edu/books/2/?utm_source=scholarship.law.berkeley.edu%2Fbooks%2F2&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages) . Acesso em 31.10.2019.

- COUTO E SILVA, Clóvis V. do (2007). *A Obrigaçāo Como Processo*. Reimpressão. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007. Originalmente apresentado como tese de livre-docência à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul em 1964.
- COTIAS, Adriana (2019). *Menos da metade dos fundos de ações batem a bolsa*. Valor Econômico, 09.09.2019. Disponível em <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/acoes/noticia/2019/09/09/menos-da-metade-dos-fundos-de-acoes-batem-a-bolsa.ghtml>. Acesso em 09.09.2019.
- DATA.BITCOINITY.ORG (2019a). *Bitcoin mining difficulty*. Disponível em <https://data.bitcoinity.org/bitcoin/difficulty/all?t=1>. Acesso em 23.12.2019.
- DATA.BITCOINITY.ORG (2019b). *Average time to mine a block in minutes*. Disponível em [https://data.bitcoinity.org/bitcoin/block\\_time/all?f=m10&t=1](https://data.bitcoinity.org/bitcoin/block_time/all?f=m10&t=1). Acesso em 23.12.2019.
- DÍAZ RUIZ, Emilio; RUIZ BACHS, Salvador (2008). *TRANSPOSICIÓN DE MIFID EN ESPAÑA*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 19-2008, pp. 15-24. Disponível em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1924/documento/articuloUM.pdf?id=3171>. Acesso em 05.07.2018.
- DIGICONOMIST (2019a). *Bitcoin Energy Consumption Index*. Disponível em <https://digiconomist.net/bitcoin-energy-consumption>. Acesso em 23.12.2019.
- DIGICONOMIST (2019b). *Ethereum Energy Consumption Index (beta)*. Disponível em <https://digiconomist.net/ethereum-energy-consumption>. Acesso em 23.12.2019.
- DOVERN, Jonas; JANNSEN, Nils (2015). *Systematic Errors in Growth Expectations over the Business Cycle*. Kiel Institute for the World Economy, 2015. Disponível em <https://www.ifw-kiel.de/datenmigration/publikationen/document-store/systematic-errors-in-growth-expectations-over-the-business-cycle-8055/>. Acesso em 13.07.2018.
- EICHENGREEN, Barry Julian (2000). *A globalização do capital – Uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2015). *Eurosystem expectations for clearing infrastructures to support panEuropean instant payments in euro*. Frankfurt, 26.11.2015. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/paym/retpaym/instant/html/index.en.html>. Acesso em 28.10.2019.
- EUROPEAN COMMISSION (2010). *Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective*. Final Report. November 2010. Disponível em

[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail\\_investment\\_services\\_2010\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/retail_investment_services_2010_en.pdf) . Acesso em 20.04.2018.

EUROPEAN COMMISSION (2011). *IMPACT ASSESSMENT ANNEXES 1–5*. Brussels: 31.03.2019, pp. 48-49. Disponível em [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b29bfb32-f8e5-4aef-97ab-666593cccdad.0001.01/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b29bfb32-f8e5-4aef-97ab-666593cccdad.0001.01/DOC_1&format=PDF) . Acesso em 01.11.2019.

FAMA, Eugene Francis (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y, 28-30.12.1969 (May 1970), pp. 383-417. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/2325486> . Acesso em 10.07.2018.

FAMA, Eugene Francis; THALER, Richard H. (2016). *Are markets efficient?* Chicago Booth Review, 30.06.2016. Disponível em <http://review.chicagobooth.edu/economics/2016/video/are-markets-efficient> . Acesso em 10.07.2018.

FARIA, Emerson (2018) *Fintechs de crédito e intermediários financeiros: uma análise comparativa de eficiência*. São Paulo, Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, 2018. Dissertação de Mestrado. Disponível em <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12142/tde-07012019-112337/publico/CorrigidoEmerson.pdf> . Acesso em 18.10.2019.

FEDERAL RESERVE (2019). *Federal Reserve announces plan to develop a new round-the-clock real-time payment and settlement service to support faster payments*. New York, 05.08.2019. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/other20190805a.htm> . Acesso em 28.10.2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016a). *IRHP: claims for consequential loss*. Last updated: 26.05.2016. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products/redress> . Acesso em 28.11.2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2016b). *IRHP: claims for consequential loss*. Last updated: 04.11.2016. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products/claims-consequential-loss> . Acesso em 28.11.2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018a). CP18/28: *Brexit: proposed changes to the Handbook and Binding Technical Standards – first consultation*. October, 2018. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp18-28.pdf>. Acesso em 18.02.2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2018b). *Interest rate hedging products (IRHP)*. Last updated: 10/12/2018. Disponível em <https://www.fca.org.uk/consumers/interest-rate-hedging-products>. Acesso em 28.11.2019.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY (2019). *Temporary Transitional Power directions and Brexit policy statement (PS19/5)*. FCA, 28 de fevereiro de 2019, atualizado em 26.09.2019. Disponível em <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps19-05-appendix-1.pdf>. Acesso em 03.11.2019.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, THE (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. OFFICIAL GOVERNMENT EDITION. pp. xxiii e xxiv. February 25, 2011. Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>. Acesso em 23.10.2019.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2019). *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. 14 february 2019. Disponível em <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

FRANKENFIELD, Jake (2019). *What Is a Hash?* Investopedia, 15.08.2019. Disponível em <https://www.investopedia.com/terms/h/hash.asp>. Acesso em 04.01.2020.

FRIEDMAN, Milton (1953). *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

G-7 WORKING GROUP ON STABLECOINS (2019). *Investigating the impact of global stablecoins*. Basel: G7, IMF and CPMI, October, 2019. Disponível em <https://www.bis.org/cpmi/publ/d187.pdf>. Acesso em 01.11.2019.

G-20 (2009). *LEADERS' STATEMENT THE PITTSBURGH SUMMIT SEPTEMBER 24 – 25 2009*, p. 9. Disponível em <https://www.oecd.org/g20/summits/pittsburgh/G20-Pittsburgh-Leaders-Declaration.pdf>. Acesso em 21.10.2019.

GABURRI, Fernando; ARAÚJO, Vaneska Donato de (2008). *Responsabilidade Pré e Pós-Contratual*. In: ARAÚJO, Vaneska Donato de (Coord.). *Responsabilidade civil*.

Orientação Giselda M. F. Novaes Hironaka, pp. 216-227. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

GONZALEZ, Pedro; VENTURA, João (2014). *Contrato de swap e alteração de circunstâncias – Anotação ao acórdão do Supremo Tribunal de Justiça, Processo No 1387/11.5TBBCCL.G1.S1*. Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários, número 48, agosto de 2014, pp. 63-87. Disponível em <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CadernosMVM%2048d.pdf>. Acesso em 27.11.2019.

GOODHART, Charles Albert Eric (1989). *Money, Information and Uncertainty. V. Principles of Intermediation*. pp. 104-128. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1989.

GRIFFIN, John M.; SHAMS, Amin (2019). *Is Bitcoin Really Un-Tethered?* October 28, 2019, Last revised: 5 Nov 2019. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3195066](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3195066). Acesso em 07.11.2019.

HILEMAN, Garrick; RAUCHS, Michel (2017). *Global Cryptocurrency Benchmarking Study*. Cambridge: Cambridge Centre for Alternative Finance, 2017. Disponível em [https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-global-cryptocurrency-benchmarking-study.pdf](https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-global-cryptocurrency-benchmarking-study.pdf) . Acesso em 31.10.2019.

HODGSON, Geoffrey Martin (2013). *From Pleasure Machines to Moral Communities - An Evolutionary Economics without Homo Economicus*. Chicago: The University of Chicago Press Books, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (2018a). *Síntese de indicadores sociais: uma análise das condições de vida da população brasileira: 2018*. Rio de Janeiro: IBGE, 2018. Disponível em <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101629.pdf>. Acesso em 15.09.2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (2018b). *Estatísticas do Registro Civil: 2017*. Rio de Janeiro, v. 44, 2018. Atualizado em 16.01.2019. Disponível em [https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/135/rc\\_2017\\_v44\\_informativo.pdf](https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/135/rc_2017_v44_informativo.pdf) . Acesso em 07.10.2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (2019). *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua / Mercado de Trabalho Brasileiro*. 1º trimestre de 2019, 16 de maio de 2019. Disponível em [https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com\\_mediaibge/arquivos/8ff41004968ad36306430c82eece3173.pdf](https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/media/com_mediaibge/arquivos/8ff41004968ad36306430c82eece3173.pdf). Acesso em 16.09.2019.

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS – IAIS (2003). *IAIS PAPER ON CREDIT RISK TRANSFER BETWEEN INSURANCE, BANKING AND OTHER FINANCIAL SECTORS PRESENTED TO THE FINANCIAL STABILITY FORUM*. March, 2003. Disponível em <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/other-supervisory-papers-and-reports#>. Acesso em 25.06.2018.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2019). *The Global Debt Database (GDD)*. Washington D.C.: International Monetary Fund. Disponível em <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD/1>. Acesso em 26.10.2019.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013a). *Suitability Requirements with Respect to the Distribution of Complex Financial Products*. January, 2013. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>. Acesso em 06.04.2018.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2013b). *Regulation of Retail Structured Products. Final Report*. December, 2013. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2017). *IOSCO Task Force Report on Wholesale Market Conduct*. June, 2017. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD563.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION (2018). *Regulators' Statements on Initial Coin Offerings*. Disponível em <https://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>. Acesso em 01.05.2019.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (2019). *The Application of Behavioural Insights to Retail Investor Protection: Final Report*. FR05/2019, April, 2019. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD626.pdf>. Acesso em 04.10.2019.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, October 1976, pp. 305-360.

JHERING, Rudolf Von (2008). *Culpa in Contrahendo, ou Indemnização em Contratos Nulos ou Não Chegados à Perfeição*. Tradutor: Paulo Cardoso C. Mota Pinto. Coleção Monografias. Coimbra: Almedina, 2008.

JOINT FORUM, The (2008). *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*. April, 2008. Disponível em <https://www.bis.org/publ/joint20.pdf>. Acesso em 06.04.2018.

JOINT FORUM, The (2011). *Report on asset securitisation incentives*. Basel: July, 2011. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD355.pdf>. Acesso em 01.05.2018.

JOINT FORUM, The (2014). *Point of Sale disclosure in the insurance, banking and securities sector*. April, 2014. Disponível em <https://www.bis.org/publ/joint35.pdf>. Acesso em 25.04.2018.

KAHNEMAN, Daniel (2012). *Rápido e devagar: duas formas de pensar*. Tradução Cássio de Arantes Leite. Rio de Janeiro: Objetiva, 2012.

KATZ, Michael L; SHAPIRO, Carl. *Network Externalities, Competition, and Compatibility*. The American Economic Review, v. 75, n. 3, p. 424–440, 1985. Disponível em <http://idv.sinica.edu.tw/kongpin/teaching/io/KatzShapiro1.pdf>. Acesso em 27.09.2019.

KINDEBERGER, Charles Poor (2000). *Manias, pânicos e crashes: um histórico das crises financeiras*. Tradução (da 3a Ed. Original americana) Vânia Conde, Viviane Castanho. – Ed. Revista e atualizada. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.

KHUN, Daniel (2019) *Two Israeli Brothers Arrested for Phishing Fraud, Bitfinex Hack*. Coindesk, Jun 24, 2019. Disponível em <https://www.coindesk.com/two-israeli-brothers-arrested-for-phishing-fraud-bitfinex-hack>. Acesso em 01.01.2019.

LACERDA, André Yukio Iochida (2018). *NEXO CAUSAL: um estudo à luz do cenário atual da responsabilidade civil*. Dissertação de Mestrado sob orientação de Francisco Paulo De Crescenzo Marino. São Paulo: Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo.

LIU, Shanhong (2019). *Size of the Bitcoin blockchain from 2010 to 2019, by quarter (in megabytes)*. Statista, 01.10.2019. Disponível em

<https://www.statista.com/statistics/647523/worldwide-bitcoin-blockchain-size/> . Acesso em 30.10.2019.

LÔBO, Paulo (2019). *Direito civil: volume 2: obrigações*. 7<sup>a</sup> Ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019.

MALKIEL, Burton G (1999). *A random walk down Wall Street: including a life-cycle guide to personal investing*. Completely revised and updated. New York: W. W. Norton & Company, 1999.

MANSILLA-FERNÁNDEZ, José Manuel (2017). *Numbers*. In. EUROPEAN ECONOMY BANKS, REGULATION, AND THE REAL SECTOR *FINTECH AND BANKING. FRIENDS OR FOES?* European Economy: Banks, Regulation, and the Real Sector, 2017.2. pp. 31-40. Disponível em [http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf](http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf) . Acesso em 17.05.2019.

MARJOSOLA, Heikki (2014) *What role for courts in protecting investors in Europe: a view from Finland*. *European Review of Contract Law*, 10 (4). European Review of Contract Law, pp. 545-570. ISSN 1614-9920. Disponível em <http://eprints.lse.ac.uk/68721/> . Acesso em 05.11.2018.

MARKOWITZ, Harry (1952). *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91. Disponível em [https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz\\_JF.pdf](https://www.math.ust.hk/~maykwok/courses/ma362/07F/markowitz_JF.pdf) . Acesso em 07.09.2019.

MARQUES, Claudia Lima (2005). *Violação do dever de boa-fé de informar corretamente. Atos negociais omissivos afetando o direito/liberdade de escolha. Nexo causal entre a falha/defeito de informação e defeito de qualidade nos produtos de tabaco e dano final morte. Responsabilidade do fabricante do produto, direito a resarcimento dos danos materiais e morais. Sejam preventivos, reparatórios ou satisfatórios*. São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 835, maio de 2005, pp. 75-133.

MARQUES, C. L; BENJAMIN, A. H.; BESSA, L. R. (2013). *Manual de Direito do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 5<sup>a</sup> ed.

MARTINS-COSTA, Judith (2008). *Um aspecto da obrigação de indenizar: notas para uma sistematização dos deveres pré-negociais de proteção no Direito Civil brasileiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, Vol. 867, janeiro de 2008, pp. 11-51.

MELAMED, Leo. *THE BIRTH OF FX FUTURES*. Chicago, S/D. Disponível em <https://www.cmegroup.com/company/files/the-birth-of-fx-futures.pdf> . Acesso em 19.10.2019.

MIGALHAS (2015). *Número de pacto antenupcial lavrados cresceu 36% no país*. 19.06.2015. Disponível em <https://www.migalhas.com.br/Quentes/17,MI223491,61044-Numerodepactoantenupciallavradoscresceu36nopais> . Acesso em 07.10.2019.

MINSKY, Hyman Philip (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

MOUZAS, Stefanos & FURMSTON, Michael (2013). *A Proposed Taxonomy of Contracts*. Journal of Contract Law.

MULLER, Patrice; DEVNANI, Shaan; HEYS, Richard; SUTER, James (2014). *Consumer Protection Aspects of Financial Services*. DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL POLICIES. POLICY DEPARTMENT A: ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY: February 2014. Disponível em [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO\\_ET\(2014\)507463\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2014/507463/IPOL-IMCO_ET(2014)507463_EN.pdf) . Acesso em 16.06.2018.

MURPHY, Hannah; STACEY, Kiran (2019). *Mastercard, Visa, eBay and Stripe quit Facebook's Libra*. São Francisco e Washington, 11.10.2019. Disponível em <https://www.ft.com/content/a3e952dc-ec5c-11e9-85f4-d00e5018f061> . Acesso em 07.11.2019.

NAKAMOTO, Satoshi (2009). *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Disponível em <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> . Acesso em 29.10.2019.

NATIONAL DEVELOPMENT AND REFORM COMMISSION (2019). *产业结构调整指导目录 (2019 年本, 征求意见稿)*. República Popular da China, 08.04.2019, p. 120, item 6. Disponível em <http://gys.ndrc.gov.cn/cyjgtzzdml20190408.pdf> . Acesso em 31.10.2019.

OFFICE OF FAIR TRADING (2013). *Payday lending: Compliance review: final report*. March, 2013. Disponível em [https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402161746/http://oft.gov.uk/shared\\_oft/Credit/oft1481.pdf](https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20140402161746/http://oft.gov.uk/shared_oft/Credit/oft1481.pdf). Acesso em 01.11.2019.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2009). *CATASTROPHE-LINKED SECURITIES AND CAPITAL MARKETS*. 2<sup>nd</sup> Conference organized under the auspices of the OECD International Network on Financial Management on Large-Scale Catastrophes. Bangkok, 2009. Disponível em <https://www.oecd.org/finance/insurance/43730967.pdf>. Acesso em 18.10.2019.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (2019). *OECD.Stat*. Disponível em <https://stats.oecd.org/#>. Acesso em 26.10.2019.

PAIVA, Rafael Bianchini Abreu (2015). *Natureza jurídica, regulação e tutela dos instrumentos derivativos*. Dissertação de mestrado. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Direito, pp. 17-18; 85-98. Disponível em <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-06082015-151224/publico/INTEGRAL.pdf>. Acesso em 03.03.2018.

PARTINGTON, Richard (2017). *Bitcoin bubble? The warnings from history*. The Guardian, 02.12.2017. Disponível em <https://www.theguardian.com/business/2017/dec/02/bitcoin-bubble-the-warnings-from-history>. Acesso em 12.07.2018.

PEREIRA, Régis Fichtner (2001). *A responsabilidade civil pré-contratual: teoria geral e responsabilidade pela ruptura das negociações contratuais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

PIGOU, Arthur Cecil (1920). *The Economics of Welfare*. London: Macmillan.

PINDYCK, R.S. & RUBINFELD, D.L (2006). *Microeconomia*. Sexta Edição. Tradução Eleutério Prado, Thelma Guimarães. São Paulo, Pearson Prentice Hall

POON, Joseph; DRYJA, Thaddeus (2016). *The Bitcoin Lightning Network: Scalable Off-Chain Instant Payments*. DRAFT Version 0.5.9.2, January 14, 2016. Disponível em <https://lightning.network/lightning-network-paper.pdf>. Acesso em 29.10.2019.

POPPER, Nathaniel (2017) *Warning signs about another giant bitcoin exchange*. New York Times: November 21, 2017. Disponível em <https://www.nytimes.com/2017/11/21/technology/bitcoin-bitfinex-tether.html> . Acesso em 01.01.2019.

POSNER, Richard A. (2004). *The Law and Economics of Contract Interpretation*. 83 Texas Law Review, pp. 1581-1614. Disponível em [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2893&context=journal_articles) . Acesso em 30.08.2019.

PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL (2019). *A nova fronteira do crédito no Brasil: Pesquisa Fintechs de Crédito 2019*. Disponível em <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividades/financeiro/2019/pesquisa-credito-digital-19.pdf> . Acesso em 18.10.2019.

RABELO JUNIOR, Tarcísio Saraiva; IKEDA, Ricardo Hirata (2004). *Mercados eficientes e arbitragem: um estudo sob o enfoque das finanças comportamentais*. São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças, vol.15 nº 34 jan./apr. 2004. Disponível em [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772004000100007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772004000100007) . Acesso em 30.08.2019.

RAGAZZI, Ana Paula (2010). *STJ define FIDC como instituição financeira e cria desconforto*. Valor Econômico, 09.09.2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/09/09/stj-define-fidc-como-instituicao-financeira-e-cria-desconforto.ghtml> . Acesso em 15.10.2019.

REUTERS (2018). *Valor do bitcoin despensa após ataque a bolsa coreana Coinrail*. Notícias de tecnologia, 11 de junho de 2018. Disponível em <https://br.reuters.com/article/internetNews/idBRKBN1J71J5-OBRIN> . Acesso em 01.11.2019.

RHOR, Altieres (2018). *Bitcoin Gold sofre 'ataque de 51%' e hacker pode ter roubado até 65 milhões*. Blog do Altieres Rhor, 27 de maio de 2018. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/tecnologia/blog/altieres-rohr/post/2018/05/27/bitcoin-gold-sofre-ataque-de-51-e-hacker-pode-ter-roubado-ate-65-milhoes.ghtml> . Acesso em 01.11.2019.

ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean (2004). *Two-sided Markets: an overview*. mimeo, IDEI, University of Toulouse. Disponível em [http://web.mit.edu/14.271/www/rochet\\_tirole.pdf](http://web.mit.edu/14.271/www/rochet_tirole.pdf). Acesso em 27.09.2019.

ROPPO, Vincenzo (2013). *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*. Ed. CEDAM, Rivista di Diritto Civile – 4/2013, pp. 957-988.

RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz (2014). *A Revisão Judicial dos Contratos de Consumo no Brasil*. In: GOUVEIA, Jorge Bacelar & SILVA, Heraldo de Oliveira (Coord.) *I Congresso Luso-Brasileiro de Direito*. Lisboa: Almedina, 2014, pp. 41-77. Disponível em [http://www.direitocontemporaneo.com/wp-content/uploads/2014/01/A-revisa%CC%83o-judicial-dos-contratos-de-consumo\\_Otavio-Rodrigues.pdf](http://www.direitocontemporaneo.com/wp-content/uploads/2014/01/A-revisa%CC%83o-judicial-dos-contratos-de-consumo_Otavio-Rodrigues.pdf). Acesso em 11.10.2019.

ROSON, Roberto. (2005). *Two-Sided Markets: A Tentative Survey*. Review of Network Economics, v. 4, n. 2, p. 142-160, 2005. Disponível em [http://www.rnejournal.com/articles/roson\\_RNE\\_june05.pdf](http://www.rnejournal.com/articles/roson_RNE_june05.pdf). Acesso em 28.09.2019.

SAMUELSON, Paul. A. (1954) *The Pure Theory of Public Expenditure*. Review of Economics and Statistics 36: 387–389. Disponível em [https://courses.cit.cornell.edu/econ335/out/samuelson\\_pure.pdf](https://courses.cit.cornell.edu/econ335/out/samuelson_pure.pdf). Acesso em 29.09.2019.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS (2014). *Causa Mortis: o sucesso e o fracasso das empresas nos primeiros cinco anos de vida*. São Paulo, jul. 2014. Disponível em [https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/SP/Pesquisas/causa\\_mortis\\_2014.pdf](https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/UFs/SP/Pesquisas/causa_mortis_2014.pdf). Acesso em 07.10.2019.

SEBRAE & ABFINTECHS (2018). *Catálogo de Fintechs 2018 – De A a Z*. Disponível em [https://docs.wixstatic.com/ugd/df26d6\\_c8fda5031ccd45638b3ff71d1a743dda.pdf](https://docs.wixstatic.com/ugd/df26d6_c8fda5031ccd45638b3ff71d1a743dda.pdf). Acesso em 15.10.2019.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (2019). *SEC Halts Alleged \$1.7 Billion Unregistered Digital Token Offering*. Washington D.C., oct. 11, 2019. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2019-212>. Acesso em 20.10.2019.

SHILLER, Robert James (1984). *Stock Prices and Social Dynamics*. Brookings Papers on Economic Activity, 2:1984, pp. 457-498.

SIMON, Herbert A (1978). *RATIONAL DECISION-MAKING IN BUSINESS ORGANIZATIONS*. Nobel Memorial Lecture, 8 December, 1978. Disponível em <https://core.ac.uk/download/pdf/6322096.pdf>. Acesso em 30.09.2019.

STIGLITZ, Joseph Eugene (1983). *Risks, Incentives and Insurance: The Pure theory of Moral Hazard*. The Geneva Papers on Risk and Insurance, 8. (No 26, January 1983, 4-33).

STIGLITZ, Joseph Eugene; WEISS, Andrew (1981). *Credit rationing in markets with imperfect information*. The American Economic Review, vol. 71, nº 3, 1981. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1802787>. Acesso em 12.07.2018.

STIGLITZ, Rubén S. (2008). *Derecho de seguros*. 5<sup>a</sup> Ed., Tomo 1. Buenos Aires: La Ley, 2008.

STOCO, Rui (2011). *Tratado de responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência*. 8<sup>a</sup> ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

STRACCA, Livio (2005). *Delegated portfolio management: a survey of the theoretical literature*. European Central Bank: Working Paper Series n. 520, Sep. 2005. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp520.pdf?8c471e71bc3439ea9176dced966d2a0e>. Acesso em 21.09.2019.

TAUHATA, Sérgio (2018). *Brasil tem mais investidor em bitcoins do que pessoa física na bolsa*. São Paulo: Valor, 31.07.2018. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2018/07/31/brasil-tem-mais-investidor-em-bitcoins-do-que-pessoa-fisica-na-bolsa.ghtml>. Acesso em 31.10.2019.

THALER, Richard H. (2000). *From Homo Economicus to Homo Sapiens*. Journal of Economic Perspectives—Volume 14, Number 1, Winter 2000, pp. 133–141. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.14.1.133>. Acesso em 22.05.2018

THALER, Richard H. & SUNSTEIN, Cass R (2008). *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. Yale University Press, 2008.

TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, The (1990). *International Conduct of Business Principles*. July, 1990. Disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf>. Acesso em 14.06.2018.

SHAROT, Tali (2015). *O viés otimista: por que somos programados para ver o mundo pelo lado positivo*. Tradução de Ana Beatriz Rodrigues. 1<sup>a</sup> Ed. Rio de Janeiro: Rocco, 2015.

TEIXEIRA, Felipe Canabarro (2008). *Os Deveres de Informação dos Intermediários*

*Financeiros em Relação aos seus Clientes e sua Responsabilidade Civil.* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários. Número 31, dezembro de 2008, pp. 50-87. Disponível em

<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/CadernosMVM31Final2.pdf> . Acesso em 17.04.2018.

VALOR ECONÔMICO (2019). *Bolsa de criptomoedas diz não poder pagar clientes após dono morrer.* São Paulo: Valor, com agências internacionais, 04 de fevereiro de 2019. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/02/04/bolsa-de-criptomoedas-diz-nao-poder-pagar-clientes-apos-dono-morrer.ghtml> . Acesso em 01.11.2019.

VERCOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (2010). *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato.* São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010.

VERVLOET, Werther; GARCIA, Márcio (2010). *Incentivo Perverso das Reservas Internacionais: O Caso das Empresas Exportadoras Brasileiras.* Revista Brasileira de Comércio Exterior, nº 102. Disponível em <http://www.economia.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/090803%20Vervloet%20Garcia%5B1%5D.pdf> . Acesso em 02.12.2019.

VON NEUMANN, John & MORGENSTERN, Oskar (2004). *Theory of games and economic behavior.* Ed. sixtieth-anniversary, Princeton.

WATTS, Tyler W.; DUNCAN, Greg J.; QUAN, Haonan (2018). *Revisiting the Marshmallow Test: A Conceptual Replication Investigating Links Between Early Delay of Gratification and Later Outcomes.* Psychological Science, Vol 29, Issue 7, 2018, pp. 1-19. First Published May 25, 2018. Disponível em <https://www.parentshop.com.au/important/uploads/Marshmallow-Experiment-Report-2018.pdf> . Acesso em 05.10.2019.

WINTERBOTHAM, Andrew (2012). *The Solutions to Externalities: From Pigou to Coase.* The Student Economic Review Vol. XXVI. Dublin, The Trinity College, 2012.

WORLD BANK (2018). *Cryptocurrencies and Blockchain.* World Bank Office of the Chief Economist Economic Update, May 2018. Disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/29763/9781464812996.pdf> . Acesso em 29.10.2019.

WORLD BANK (2019a). *Interest rate spread (lending rate minus deposit rate, %).* Disponível em

[https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most\\_recent\\_value\\_desc=false](https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?most_recent_value_desc=false) .

Acesso em 18.10.2019.

WORLD BANK (2019b). *Inflation, consumer prices (annual %) – Spain.* Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2018&locations=ES&start=1960> . Acesso em 27.11.2019.

WORLD BANK (2019c). *GDP growth (annual %) - Finland.* Disponível em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=FI> . Acesso em 27.11.2019.

YAZBEK, Otávio (2009). *Regulação do mercado financeiro e de capitais.* 2. Ed. Elsevier, Rio de Janeiro, 2009.

ZANETTI, Cristiano de Souza (2008). *Princípios.* Pp. 59-77. In. MORRIS, Amanda Zoe; BARROSO, Lucas Abreu (Coord.) *Direito dos Contratos.* São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008. [Direito Civil: 3 / Orientação Giselda M. F. Novaes Hironaka]

## DECISÕES ADMINISTRATIVAS

CVM. *Processo Administrativo Sancionador RJ2006/9070.* Diretor-Relator Sergio Weguelin, Data do julgamento 23.01.2008.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador 22/2005.* Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, Data do julgamento 26.08.2008.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador 18/08.* Diretor-Relator Alexsandro Broedel Lopes, 14.12.2010.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2012/480.* Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Data do julgamento 06.10.2015.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2014/383.* Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, Data do julgamento 02.08.2016.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador RJ2014/12921.* Diretor-Relator Pablo W. Renteria, Data do julgamento 18.04.2017.

CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos – Reg. nº 0993/18.* Relator SMI/GME, 20.03.2018.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador 11/2013.* Diretor-Relator Gustavo Machado Gonzalez, Data do julgamento 09.04.2018.

CVM. *Processo Administrativo Sancionador SP2014/46.* Diretor-Relator Pablo W. Renteria, Data do julgamento 06.11.2018.

CVM. *Recurso em processo de mecanismo de ressarcimento de prejuízos - Reg. nº 1406/19.* Relator SMI/GME, 21.05.2019.

CRSFN. *ACÓRDÃO/CRSFN 10020/10.* Conselheiro-Relator Luiz Eduardo Martins Ferreira, Publicação no DOU em 17.10.2010.

CRSFN. *ACÓRDÃO CRSFN 325/2017.* Conselheiro-Relator Antonio Augusto de Sá Freire Filho, 17.08.2017.

## **JURISPRUDÊNCIA**

### **Brasil**

STF. *Ação Direta de Inconstitucionalidade 4 – DF*. Relator Min. Sydney Sanches, Pleno, Julgamento 07.03.1991.

STJ. *Recurso Especial 268.661 – RJ*. Relatora Min. Nancy Andrighi, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 24.09.2001, p. 296.

STJ. *Recurso Especial 293.864 – SE*. Relator Min. Antônio de Pádua Ribeiro, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 08.04.2002 p. 210.

STJ. *AgRg no Ag 430.393 – RJ*. Relator Min. Antônio de Pádua Ribeiro, 3<sup>a</sup> Turma, DJ 05.08.2002, p. 339.

STJ. AgRg no *Recurso Especial 944.571 – SP*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 26.04.2011.

STJ. *EDcl no Recurso Especial 742.717 – SP*. Relatora Min. Maria Isabel Gallotti, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 16.11.2011.

STJ. *Recurso Especial 1.194.627 – RS*. Relator Min. Marco Buzzi, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 19.12.2011.

STJ. *Recurso Especial 1.313.725 – SP*. Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 29.06.2012.

STJ. *Recurso Especial 1.195.642 – RJ*. Relatora Min. Nancy Andrighi, 3<sup>a</sup> Turma, Data de julgamento 13.11.2012

STJ. *Recurso Especial 1367955 – SP*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 24.03.2014, RB vol. 606 p. 35.

STJ. *Recurso Especial 1.419.697 – RS*. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino, 2<sup>a</sup> Seção, DJe 17.11.2014.

STJ. *Recurso Especial 1.479.039 – MG*. Relator Min. Humberto Martins, 2<sup>a</sup> Turma, DJe 16.10.2015.

STJ. *Recurso Especial 1.599.535 – RS*. Relatora Min. Nancy Andrighi, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 21.03.2017.

STJ. *Recurso Especial 1.309.972 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 08.06.2017.

STJ. *Recurso Especial 1.586.910 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 03.10.2017.

STJ. *Recurso Especial 1.641.868 – SP*. Relator Min. Moura Ribeiro, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 06.09.2018.

STJ. *Recurso Especial 1.689.225 – SP*. Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, 3<sup>a</sup> Turma, DJe 29.05.2019.

STJ. *Recurso Especial 1.634.958 – SP*. Relator Min. Luis Felipe Salomão, 4<sup>a</sup> Turma, 06.08.2019.

STJ. *AgInt no Recurso Especial 1.543.150 – DF*. Relator Min. Antônio Carlos Ferreira, 4<sup>a</sup> Turma, DJe 14.10.2019.

TJRS. *Apelação 0039535208/2010*. Relator Des. Paulo Sergio Scarparo, 16<sup>a</sup> Câmara Cível, 27.01.2011.

TJSP. *Apelação 1001438-12.2015.8.26.0360*. Relator Des. Jacob Valente, 12<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 25.11.2016.

TJSP. *Agravo de Instrumento 2021800-60.2017.8.26.0000*. Relator Des. Salles Vieira, 24<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 09.03.2017.

TJSP. *Apelação 1009658-13.2014.8.26.0011*. Relator Des. Artur Marques, 35<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 13.03.2017.

TJSP. *Agravo de Instrumento 2037281-63.2017.8.26.0000*. Relator Des. Salles Vieira, 24<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 12.07.2017.

TJSP. *Agravo de Instrumento 2236851-30.2017.8.26.0000*. Relator Des. Francisco Giaquinto, 13<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 13.03.2018.

TJSP. *Apelação 1091006-43.2015.8.26.0100*. Relator Des. Edgard Rosa, 25<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 31.08.2018.

TJSP. *Apelação 1061768-08.2017.8.26.0100*. Relatora Des. Lucila Toledo, 15<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 12.11.2018.

TJSP. *Apelação 1000099-36.2017.8.26.0396*. Relator Des. Salles Vieira, 24<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento 25.02.2019.

TJSP. *Apelação 2007685-63.2019.8.26.0000*. Relator designado Des. Ricardo Negrão, 2<sup>a</sup> Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de publicação 12.04.2019.

TJSP. *Apelação 1008274-05.2015.8.26.010*. Relatora Des. Maria Cristina de Almeida Bacarim, 29<sup>a</sup> Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 19.07.2019.

## **Espanha**

TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 840/2013*. Pleno de la Sala Primeira, Madrid, 20.01.2014. Disponível em <https://supremo.vlex.es/vid/financieras-informacion-test-idoneidad-494125630>. Acesso em 01.11.2019.

TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 323/2015*. Pleno de la Sala Primera, Madrid, 30.06.2015.

TRIBUNAL SUPREMO. *Sentencia 608/2017*. Pleno de la Sala Primera, Madrid, 15.11.2017.

## **Portugal**

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 1387/11.5TBBCL.G1.S1*. Relator Granja da Fonseca, 7<sup>a</sup> Secção, 10.10.2013. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/83a1d4ae8a10876180257c0600300716?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 309/11.8TVLSB.L1.S1*. Relator Sebastião Póvoas, 1<sup>a</sup> Secção, 11.02.2015. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/76eaf0a4abf294f580257de9005732a7?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

SUPREMO TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso de Revista 540/11.6TVLSB.L2.S1*. Relator Tomé Gomes, 2<sup>a</sup> Secção, 22.06.2017. Disponível em <http://www.dgsi.pt/jstj.nsf/954f0ce6ad9dd8b980256b5f003fa814/7c66b8d7b670fdcb80258147005997f3?OpenDocument>. Acesso em 27.11.2019.

## **União Europeia**

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-604/11.*  
Relator U. Löhmus, 4<sup>a</sup> Seção, 30.05.2013.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-26/13.*  
Relatora A. Prechal, 4<sup>a</sup> Seção, 30.04.2014.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-51/1.*  
Relator E. Juhász e D. Šváby, 5<sup>a</sup> Seção, 29.04.2015.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DA UNIÃO EUROPEIA. *Acórdão no processo C-312/14.*  
Relatora A. Prechal, 4<sup>a</sup> Seção, 03.12.2015.