

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 18

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
janeiro / junho de 2016

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

Editores: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

Pareceristas Deste Número: Adem Bafti (UNIVAP), Caroline da Rosa Pinheiro (UFRJ), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Jacques Labrunie (PUC-SP), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF), Samuel Max Gabbay (UFRN) e Vitor Monteiro (UFAL).

PATROCINADORES:



MOREIRA MENEZES . MARTINS . MIRANDA
ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 18 (janeiro/junho 2016)
. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no segundo semestre de 2017.

A RESPONSABILIDADE CIVIL DAS CORRETORAS DE VALORES MOBILIÁRIOS EM RAZÃO DE INCOMPLETO CUMPRIMENTO DAS ORDENS DOS CLIENTES E O CÁLCULO DO MONTANTE DO DANO¹

THE LIABILITY OF SECURITIES BROKERS DUE TO THE INCOMPLETE PERFORMANCE OF CLIENT'S ORDERS AND THE DETERMINATION OF THE AMOUNT OF THE DAMAGE

José Gabriel Assis de Almeida

Resumo: O presente estudo versa sobre a responsabilidade civil das corretoras de valores mobiliários pela incompleta execução de ordens de seus clientes, quando tais ordens não indicam a realização de um número certo de negócios, mas a realização de um número de negócios indeterminado até um determinado número. Demonstrar-se-á que ser obrigação das corretoras executar integralmente tais ordens pelo que, apesar dos negócios realizados pela corretora em nome do cliente estarem dentro dos limites do que foi ordenado, a corretora tem responsabilidade. Analisar-se-á igualmente que, inobstante esta conduta das corretoras causar danos aos clientes na modalidade de lucros cessantes, a melhor forma de calcular a indenização é por meio da teoria da perda de uma chance.

Palavras-chave: Corretora de valores mobiliários. Responsabi-

¹ Artigo recebido em 18.09.2017 e aceito em 29.12.2017.

lidade civil. Cálculo de danos materiais. Estratégia de investimento “escadinha”.

Abstract: The present essay deals with the civil liability of securities brokers due to their incomplete performance of client’s orders, when such orders do not state an exact amount of trades, but the determine the execution of an unlimited number of trades until a certain amount. It will show that securities brokers are required to execute in totum such orders, reason why, although the trades performed are within the limits set by the client, the securities brokers is liable. It will examine also that, regardless the fact that securities brokers behaviour causes damages to the clients that correspond to their loss of profits, the best way to calculate the indemnification is by means of the theory of the loss of a chance.

Keywords: Securities brokers. Civil liability. Judicial recovery. Estimation of material damages. Investments strategy “escadinha”.

Sumário: 1. Introdução. 2. A responsabilidade civil contratual das corretoras de valores mobiliários pela incompleta execução das ordens dos clientes. 3. O cálculo do dano causado pela corretora ao cliente pela incompleta execução das ordens. 4. Conclusão.

1. Introdução.

O presente estudo versa sobre a responsabilidade civil das corretoras de valores mobiliários pela incompleta execução de ordens de seus clientes, quando tais ordens não indicam a realização de um número certo de negócios, mas a realização de um número de negócios indeterminado até um determinado limite.

Os clientes podem determinar que as corretoras comprem, por exemplo, cem determinados valores mobiliários no mercado à vista ou duzentos valores mobiliários no mercado a termo.

No entanto, as ordens dos clientes podem também ser para

comprar até cem determinados valores mobiliários no mercado à vista ou até duzentos valores mobiliários no mercado a termo.

As ordens dos clientes podem, ainda, ser no sentido de os negócios serem realizados até determinados limites, consoantes certos níveis. Assim, o cliente pode determinar que a corretora adquira cem determinados valores mobiliários no mercado à vista até R\$ 100,00 e mais duzentos desses valores mobiliários no mesmo mercado se a cotação atingir R\$ 80,00. Esta estratégia de investimento é comumente denominada de “escadinha”.

No dia a dia do mercado, contudo, pode ocorrer a inexecução de determinadas ordens ou a sua incompleta execução. A corretora pode, simplesmente, não dar curso às ordens do cliente, sejam elas relativas a um número certo de negócios, sejam elas relativas a um número indeterminado de negócios dentro de um determinado limite.

Se se tratar de ordem para a realização de número determinado de negócios, a solução é razoavelmente simples. Se a inexecução for culposa ou dolosa, a corretora responderá pelos danos causados.

Já a situação é diversa quando se trata de incompleta execução das ordens quando relativas a um número indeterminado de negócios dentro de um determinado limite. Com efeito, se a ordem dada pelo cliente à corretora era para a realização de x negócios até um limite de y negócios, será a corretora responsável se tiver realizado menos de y negócios? Afinal, a corretora realizou os negócios dentro do limite fixado pelo cliente.

Como é sabido, a responsabilidade civil contratual decorre da existência de um conjunto de elementos, a saber, (i) um vínculo contratual entre as partes, (ii) um fato ou ato cometido por uma das partes em violação das obrigações decorrentes do contrato, (iii) um dano sofrido pela outra parte, (iv) um nexo de causalidade entre o fato ou o ato e o dano. Assim, é preciso ser se estes elementos estão configurados nas situações de incompleta execução de ordens de realização

de negócios dentro de certos limites dadas pelos clientes às corretoras.

Assim, a primeira parte deste trabalho examina a existência ou não de responsabilidade das corretoras de valores mobiliários pela incompleta execução das ordens dos clientes, quando tais ordens são relativas a um número indeterminado de negócios, até um determinado limite, nomeadamente na estratégia de investimentos denominada “escadinha”. A segunda parte deste trabalho examina os métodos possíveis para calcular o dano sofrido pelos clientes, em razão da incompleta execução das ordens acima mencionadas. E a terceira parte aborda a questão do nexo de causalidade entre a omissão da corretora e o dano do cliente.

2. A responsabilidade civil contratual das corretoras de valores mobiliários pela incompleta execução das ordens dos clientes.

O vínculo jurídico que une as corretoras de valores mobiliários aos seus clientes é o contrato de intermediação².

Segundo este contrato, a corretora adquire ou vende valores mobiliários, em seu próprio nome, à conta do seu cliente.

Assim, a corretora recebe as ordens do seu cliente para realizar determinada operação e cursa, no mercado de valores mobiliários, a operação em seu próprio nome.

Deste modo, quem compra ou vende ou cede é a corretora e a contraparte da corretora é sempre outra corretora.

Uma vez concluída a operação, a corretora informa e transfere para a titularidade do cliente o resultado da mesma.

2 Na prática, estes contratos têm praticamente o mesmo teor, eis que as corretoras de valores mobiliários adotam com frequência o mesmo modelo.

Este contrato tem, assim, a natureza de comissão mercantil e atualmente encontra-se normatizado nos arts. 693 a 709 do Código Civil. Segundo já definido pelo Superior Tribunal de Justiça:

Em verdade, o contrato de comissão mercantil preconiza a realização de negócio jurídico entre comissário e terceiro, a favor e sob as ordens e instruções do comitente, mas, apesar disso, é celebrado somente em nome do comissário, que fica diretamente obrigado em relação àqueles com quem contratar.³

A utilização do contrato de concessão mercantil para as operações que as corretoras praticam em nome dos seus clientes justifica-se pela necessidade de assegurar a higidez do mercado. Com efeito, o vendedor não corre o risco do comprador e vice-versa. Quem corre o risco do vendedor é a corretora que o tem como cliente e quem corre o risco do comprador é a outra corretora que o tem como cliente. Ou seja, quem compra e que vende são as corretoras, que realizam, em seu nome, a liquidação das operações, com entrega dos valores mobiliários e os pagamentos correspondentes. Assim, se o vendedor não entregar os valores mobiliários ou o comprador não pagar, quem arca com essa inadimplência é a corretora respectiva do vendedor ou do comprador.

Por sua vez, a B3, atual denominação da BM&F Bovespa S.A., sociedade empresária que organiza mercados de negociação de valores mobiliários, adota regulamentos de operações distintos para cada um dos mercados por ela oferecidos, tais como ações (operações à vista, operações a termo, operações de opções e operações a futuro), derivativos, mercadorias e câmbio. Estes regulamentos de operações contêm a descrição do comportamento esperado das corretoras, bem como os atos ou fatos que constituem infração e a sua respectiva sanção.

3 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.003.324/SP. Quarta Turma. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Data do Julgamento: 2 ago. 2012. Data de Publicação: 20 ago. 2012.

Uma das estratégias clássicas de investimento dos clientes é aquela denominada informalmente como “escadinha” e que consiste em comprar (quando o mercado está em movimento de baixa) ou vender (quando o mercado está em movimento de alta) uma quantidade pré-determinada de valores mobiliários a cada nível de preço atingido.

Esta estratégia deve ser executada pela corretora do cliente em etapas, ou seja, compra ou venda de uma quantidade pré-determinada de valores mobiliários a cada nível de preço atingido. Em consequência, esta estratégia implica na existência de um limite de valores mobiliários a ser negociado em cada nível ou em cada “degrau da escada”.

Por exemplo, no mercado futuro, a compra de até seis mil contratos com vencimento em determinada data, caso o Ibovespa esteja abaixo de um determinado número de pontos. Caso o Ibovespa estava abaixo de um número de pontos ainda maior, a ordem é no sentido da compra de até oito mil contratos.

Suponha-se, agora, que a corretora podendo ter comprado ou vendido uma determinada quantidade contratos por conta do seu cliente em determinada data, comprou ou vendeu, a bem da verdade, uma quantidade menor de contratos. Ou seja, por exemplo, em um determinado pregão, a corretora podendo ter vendido 100 contratos por conta do cliente, vende apenas 40 contratos.

Caso o cliente tivesse vendido apenas 40 contratos (ao invés de 100 contratos) em virtude da conjuntura do mercado na referida data, não haveria descumprimento algum por parte da corretora. Mas quando ocorre ser a venda dos outros 60 contratos subtraída ao cliente, pois a corretora, apesar de ter tido a possibilidade de tê-los vendido, não o fez?

Cabe, então, examinar se tal omissão da corretora, viola as obrigações contratuais por ela assumidas em decorrência do contrato de comissão mercantil.

Determina o art. 695 do Código Civil que: “O comissário é obrigado a agir de conformidade com as ordens e instruções recebidas do comitente [...]”.

Ora, a corretora não teria agido em conformidade com as ordens e instruções recebidas do comitente, pois deixou de cumprir tais ordens na sua integralidade.

É certo que a estratégia de investimento, coberta pelo próprio contrato de comissão mercantil, previa a possibilidade das ordens de compra ou de venda serem executadas abaixo do limite estabelecido pelo cliente. Daí o uso da preposição essencial “*até*” (compra até X contratos e venda até X contratos).

No entanto, para o cliente, a possibilidade desse limite de contratos não ser alcançado estava vinculada ao fato do mercado não ter atingido os pontos por ele determinados ou de não haver número de contratos suficiente para executar a totalidade das ordens.

Tal não é o caso quando a corretora realiza menos negócios do que o ordenado pelo cliente, apesar do mercado ter atingido os patamares estabelecidos pelo cliente, e apesar de ter havido valores mobiliários suficientes disponíveis para executar as ordens.

Aliás, um dos elementos que prova a existência de tal disponibilidade é a existência de negócios idênticos feitas pela corretora para outros comitentes ou por outras corretoras para outros comitentes.

Assim, o que faz com que a corretora não execute plenamente as ordens dadas pelo cliente é apenas e tão somente a decisão consciente da corretora de desviar parte dos contratos para outros comitentes.

Ora, o art. 696 do Código Civil determina que: “No desempenho das suas incumbências, o comissário é obrigado a agir com cuidado e diligência, não só para evitar qualquer prejuízo ao comitente, mas ainda para lhe proporcionar o lucro que razoavelmente se podia esperar do negócio”.

Os atos praticados pela corretora impedem o cliente de ter o lucro que razoavelmente podia esperar do negócio, eis que as ordens somente deixam de ser cumpridas na sua plenitude por decisão consciente da corretora.

Acresce que o art. 422 do Código Civil determina: “Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.

Ora, ao não dar curso às ordens de um comitente e, em sentido contrário, dar curso às ordens de outro, a corretora viola o princípio da boa-fé objetiva a que estava adstrita na execução do contrato de comissão mercantil.

Esta situação caracteriza aquilo que doutrinariamente se convencionou chamar de violação positiva do contrato:

O traço distintivo desta modalidade de incumprimento não consiste no atraso ou na inexecução definitiva, mas sim, em deficiências ou defeitos na prestação que é desempenhar, mas não da forma (pelo modo) que foi imposta ao devedor, havendo ofensa à sua qualidade.⁴

Por último, é de lembrar que a doutrina já afirmou:

Se, por um lado, as sociedades corretoras têm assegurado o monopólio na intermediação dos valores mobiliários, por outro, têm essas sociedades deveres e obrigações intrínsecas e extrínsecas, seja perante o público seja perante as autoridades governamentais. Essas obrigações vão desde um comportamento ético no desempenho de suas funções, de forma a dar a maior transparência possível aos negócios realizados, até a responsabilidade perante seus comitentes na compra e venda de títulos e valores mobiliários negociados.⁵

4 CATALAN, Marcos Jorge. *Descumprimento contratual: modalidades, consequências e hipóteses de exclusão do dever de indenizar*. Curitiba: Juruá, 2005. p. 161.

5 VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumens Juris, 2003. p. 148.

Em consequência, do ponto de vista contratual, a corretora comete ato em violação das obrigações decorrentes do contrato que a unia ao cliente quando deixa de executar plenamente a estratégia de atuação no mercado que por este lhe havia sido determinada.

Examinados os os elementos objetivos da responsabilidade civil contratual da corretora, resta analisar o elemento subjetivo, ou seja, o dolo ou a culpa.

No caso concreto da responsabilidade civil da corretora, contudo, é irrelevante ter esta agido com dolo. O art. 696 indica apenas dever o comissário agir com cuidado e diligência, o que implica na responsabilidade civil mesmo em caso de mera culpa por negligência, imprudência ou imperícia.

E o atual art. 22.3.3 item (7) do Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: Ações, Futuros e Derivativos de Ações determina ser obrigação das corretoras “Adotar controles internos e manter registros e documentos que proporcionem segurança no fiel cumprimento das ordens recebidas dos clientes, [...]” o que manifestamente não é o caso das corretoras na situação ora em estudo.

Deste modo, a omissão das corretoras é uma violação do contrato que as vincula aos clientes.

3. O cálculo do dano causado pela corretora ao cliente pela incompleta execução das ordens.

Estabelecido que pode, realmente, haver responsabilidade da corretora pela incompleta execução das ordens do cliente, cabe examinar os métodos que podem ser usados para calcular o prejuízo. Com efeito, sem dano não há responsabilidade civil.

Em matéria de mercado de valores mobiliários a apuração dos danos privados é matéria complexa, podendo, inclusive, em determi-

nadas situações ser impossível tal cálculo, conforme já reconhecido pela CVM em diversas oportunidades⁶.

A razão para tal é que o mercado de valores mobiliários não é necessariamente um mercado de soma zero, onde os ganhos de uns correspondem exatamente às perdas dos outros.

Com efeito, nem todos os clientes estão em igualdade de condições no mercado. Há clientes que podem realizar todas as operações. Há clientes que não podem realizar algumas operações. Por exemplo, as entidades fechadas de previdência complementar não podem realizar operações de *day trade* enquanto que os outros clientes não têm tal restrição.

Colocado de outra forma, o prejuízo de uns clientes não tem como espelho o lucro dos comitentes que tiveram as ordens completamente executadas.

Deste modo, não é possível comparar as situações de dois clientes e o dano dos clientes ora em causa tem que ser determinado independentemente do ganho dos outros clientes que tiveram as ordens completamente executadas.

Na verdade, o dano dos clientes em questão deve ser apurado tendo como padrão o que teria acontecido se a sua estratégia de investimento tivesse sido plenamente executada.

Assim, o dano dos clientes cujas ordens foram incompletamente executadas é o lucro cessante, ou seja, é o resultado das operações que deveriam ter sido executadas, mas que deixaram de o ser em razão das ordens terem sido incompletamente executadas.

Esta conclusão está claramente amparada no art. 402 do Código Civil: “Salvo as exceções previstas em lei, as perdas e danos devi-

⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 5/2008. Relatora: Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Moraes. Data de Julgamento: 12 dez. 2012. fls. 2.709.

das ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar”.

Veja-se que o art. 402 não exige a exatidão do quanto o cliente deixou de lucrar com a parte da estratégia não implementada, mas satisfaz-se com a indicação daquilo que seria razoável esperar como resultado da estratégia de investimento.

De igual modo, a conclusão acima encontra respaldo na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça:

O lucro cessante significa a perda do ganho esperável, a frustração da expectativa de lucro, ou seja, está ligado a eventos futuros. [...] Esclarece Orlando Gomes, sinteticamente, que “lucro cessante é frustração da expectativa de ganho” (Obrigações, p. 156, 13ª ed.). Portanto, significa a perda do ganho esperável. Reforçando esse entendimento, Cavalieri frisa: “O lucro cessante pode decorrer não só da paralisação da atividade lucrativa ou produtiva da vítima, como, por exemplo, a cessação de rendimentos que alguém já vinha obtendo da sua profissão, como, também, da frustração daquilo que era razoavelmente esperado”. Assim, o que se tutela por meio do lucro cessante é a perda de oportunidade de lucrar ocasionada pela prática de ato ilícito. Com base em tais ensinamentos, pode-se concluir que o dano material abrange o dano emergente e o lucro cessante, significando esse o aumento que o patrimônio da vítima teria, mas que não teve em razão do evento danoso. Assim, lucro cessante é modalidade de danos patrimoniais apurados na medida do efetivo prejuízo causado pelo ato ilícito.⁷

Por último, cumpre analisar o método para apurar o lucro cessante. Segundo visto acima, o dano sofrido pelos clientes corresponde ao resultado esperado pelos mesmos para as ordens que deixaram de ser executadas pelas corretoras.

7 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Declaração no Recurso Especial nº 1.383.187/PR. Terceira Turma. Relator: Min. João Otávio de Noronha. Data de Julgamento: 7 out. 2014. Data de Publicação: 10 jun. 2014.

Em consequência, a apuração contábil e financeira de tal prejuízo deve ser realizada através da verificação de cada uma das operações que deixaram de ser executadas e do resultado esperado para cada uma delas.

Para esta apuração é essencial ter-se em consideração cada caso concreto, para identificar as ordens que não foram completamente executadas.

Como é natural, há um elemento de incerteza nesta apuração dos danos, pois é possível saber quais as ordens que deixaram de ser executadas, mas não se sabe se, uma vez tais ordens executadas, por quanto tempo os clientes permaneceriam com os valores mobiliários em carteira ou manteriam as posições.

No mercado à vista, na ausência de outros elementos, é praticamente impossível determinar o momento em que os clientes alienariam os valores mobiliários.

Quando se tratar de mercado a prazo é possível determinar que esse prazo teria início no próprio dia da negociação (salvo na hipótese de cliente impedido de realizar operações de *day trade*, caso em que o termo inicial será o do dia seguinte ao dia da operação) e que tal prazo não excederia ao termo do contrato. Assim, no caso particular de negócios no mercado a prazo, o cálculo do prejuízo poderá ser feito considerando três padrões:

(a) As posições correspondentes às ordens não executadas seriam alienadas no próprio dia (ou no dia seguinte, no caso de clientes proibidos de executar operações de *day trade*);

(b) As posições correspondentes às ordens não executadas seriam carregadas até ao termo final do prazo do contrato; e

(c) As posições correspondentes às ordens não executadas seriam alienadas no mercado em alguma data entre o dia indicado no item (a) acima e o dia indicado no item (b) acima.

Do exposto resulta existirem inúmeras variáveis a ser levadas em consideração no cálculo do dano. Estas inúmeras variáveis podem tornar o resultado da apuração do dano totalmente incerto ou mesmo inviabilizá-lo.

Em consequência, caberá ao juiz fixar o padrão a ser seguido, pois eventual dificuldade para a apuração dos lucros cessantes dos clientes pode ser resolvida na forma do art. 946 do Código Civil segundo o qual:

Se a obrigação for indeterminada, e não houver na lei ou no contrato disposição fixando a indenização devida pelo inadimplente, apurar-se-á o valor das perdas e danos na forma que a lei processual determinar.

Com este artigo, o Código Civil rejeita a não reparação do dano sob o pretexto de que não ficou provado o seu *quantum*. Caso não seja possível alcançar a exata extensão do dano, o juiz deverá liquidar a indenização.

De esclarecer que a apuração determinada pelo Código Civil não é exatamente a liquidação por cálculo, por arbitramento ou por artigos, prevista no Código de Processo Civil, como alertam Gustavo Tepedino, Heloísa Helena Barbosa e Maria Celina Bodin de Moraes:

O legislador de 2002 deixou de repetir, todavia, a regra geral de arbitramento para os casos não contemplados na legislação específica. Tal regra não se confundia com a liquidação por arbitramento fixada no CPC, que é procedimento complementar ao processo de conhecimento (Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho, *Elementos*, p. 128). Antes dizia respeito à possibilidade de o juiz eleger os parâmetros e critérios que julgasse convenientes para arbitrar o valor da indenização na própria ação cognitiva. Não obstante, os tribunais continuarão aplicando o sistema anterior, por força mesmo da sua consagração na prática judicial.⁸

8 TEPEDINO, Gustavo; BARBOSA, Heloísa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código*

Na ausência de previsão expressa na lei, caberá ao juiz determinar os padrões a serem seguidos em tal arbitramento. Com efeito, o art. 140 do Código de Processo Civil determina:

O juiz não se exime de decidir sob a alegação de lacuna ou obscuridade do ordenamento jurídico.

Por seu turno, o art. 4º da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro estabelece:

Quando a lei for omissa, o juiz decidirá o caso de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito.

E a este respeito, o Superior Tribunal de Justiça já decidiu diversas vezes:

A premissa da decisão agravada é a de que acumulação de benefícios previdenciários vedada pela lei é aquela que tem alguma expressão econômica. Tal com nela está dito, a situação retratada nestes autos é *sui generis*, não alcançada por qualquer norma do nosso ordenamento jurídico, in verbis: [...] “*Nessas condições, inexistente norma legal específica para esta situação, deve-se recorrer aos princípios gerais de direito (CPC, art. 126, 2ª parte), que tutelam os interesses do incapaz*” (e-stj, fl. 480/481). O papel do juiz é este, e está previsto na norma legal citada na decisão retro transcrita.⁹

O vácuo legal sobre o procedimento a ser adotado não exonera o Tribunal local desse dever tampouco salvaguarda a delegatária de ter sua capacidade avaliada, sendo necessário, para tal situação, socorrer-se dos mecanismos de colmatação do nosso sistema jurídico.¹⁰

Civil interpretado de acordo com a Constituição da República. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. II, p. 871.

9 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.404.176/SP. Primeira Turma. Relator: Min. Ari Pargendler. Data de Julgamento: 4 set. 2014. Data de Publicação: 17 set. 2014.

10 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental nos Embargos de Declaração no

Uma forma adequada para cálculo do dano dos clientes é a teoria da perda de uma chance. Com efeito, os clientes têm frustrada a sua estratégia de investimento, pois a mesma não foi plenamente executada.

Segundo o entendimento do Superior Tribunal de Justiça, a perda de uma chance não exige a prova da existência de um efetivo dano material, conforme recente acórdão com a seguinte ementa:

A teoria da perda de uma chance aplica-se quando o evento danoso acarreta para alguém a frustração da chance de obter um proveito determinado ou de evitar uma perda. Não se exige a comprovação da existência do dano final, bastando prova da certeza da chance perdida, pois esta é o objeto de reparação.¹¹

O voto condutor do acórdão detalha a posição do Superior Tribunal de Justiça:

Em verdade, não há falar em responsabilidade civil sem dano, fazendo-se necessária a presença de seus três principais elementos – a certeza, a imediatidade e a injustiça do dano. A certeza do dano constitui o principal elemento, significando que a lesão ao interesse do prejudicado deve ser real e efetiva, sem deixar dúvida acerca da sua existência, ficando, assim, excluídos os danos hipotéticos. Essa afirmativa, porém, deve ser relativizada, pois, entre o dano certo e o hipotético, existe uma nova categoria de prejuízos, que foi identificada pela doutrina e aceita pela jurisprudência a partir da teoria da perda de uma chance. Relembre-se que a teoria da perda de uma chance tem aplicação, quando o evento danoso acarreta para alguém a perda de uma chance de obter um proveito determinado ou de evitar uma perda. [...] Situa-se nesse ponto a característica essencial da perda de

Recurso Ordinário em Mandado de Segurança nº 39.0001/RO. Relator: Min. Mauro Campbell Marques. Data de Julgamento: 22 out. 2013. Data de Publicação: 28 out. 2013.

11 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.291.247/RJ. Terceira Turma. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 19 ago. 2014. Data de Publicação: 1 out. 2014.

uma chance a certeza da probabilidade. A chance é a possibilidade de um benefício futuro provável, consubstanciada em uma esperança para o sujeito, cuja privação caracteriza um dano pela frustração da probabilidade de alcançar esse benefício possível. Fica claro, assim, que “o perdido, o frustrado, na realidade é a chance e não o benefício esperado como tal” (Henri Lalou, *Ibid*, p. 78). Por isso, na perda de uma chance, há também prejuízo certo, e não apenas hipotético, situando-se a certeza na probabilidade de obtenção de um benefício frustrado por força do evento danoso. Repara-se a chance perdida, e não o dano final. [...] Faz-se necessário também enfrentamento do fundamento lançado na sentença também recorrida, no sentido de que, no caso dos autos, *o dano seria hipotético, sendo somente concretizado quando o autor viesse, futuramente, fazer necessidade do material genético não colhido*. É exatamente neste ponto que tem plena aplicação *ateoria da perda da chance*. Como acima já dito, não se exige do consumidor a prova da certeza do dano, mas a prova da certeza da chance perdida, ou seja, a certeza da probabilidade. No caso, a responsabilidade é por perda de uma chance por serem “*as células-tronco o grande trunfo da medicina moderna para o tratamento de inúmeras patologias consideradas incuráveis*”, cuja retirada do cordão umbilical deve ocorrer no momento do parto. É possível que o dano final nunca venha a se implementar, bastando que a pessoa recém-nascida seja plenamente saudável, nunca desenvolvendo qualquer doença tratável com a utilização das células-tronco retiradas do seu cordão umbilical. O certo, porém, é que perdeu definitivamente a chance de prevenir o tratamento dessas patologias, sendo essa chance perdida o objeto da indenização.¹²

A situação dos clientes que tiveram as suas ordens incompletamente executadas é exatamente essa: Pelo comportamento da corretora foi-lhes negada a possibilidade de executar plenamente a estratégia de investimento. Em consequência, os clientes perderam a

12 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.291.247/RJ. Terceira Turma. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 19 ago. 2014. Data de Publicação: 1 out. 2014.

chance de ter esta estratégia implementada e de auferir os ganhos que dela esperavam.

O mesmo acórdão do Superior Tribunal de Justiça dá o parâmetro para a determinação do dano devido em decorrência da perda da chance:

Estabelecida a obrigação de indenizar por parte da empresa ré, passa-se nesse momento à fixação do *quantum* indenizatório, com incidência do princípio da reparação integral do dano. O princípio da reparação integral tem plena incidência para um ressarcimento amplo da chance perdida pelo lesado, devendo-se apenas ter atenção para o fato de que não se indenizar o dano final, mas a chance perdida. O dano final seria a vantagem esperada pelo lesado, que foi definitivamente perdida, enquanto a chance perdida é um prejuízo autônomo, como dito, o objeto da indenização. Esta Corte Superior já teve a oportunidade de fazer aplicação de critério matemático, na fixação do *quantum* indenizatório para hipótese de perda de uma chance, no paradigma do caso do “Show do Milhão”, em que se estabeleceu, através de uma probabilidade matemática o percentual de chances de acerto da questão de múltipla escolha com quatro itens (25% do prêmio total). [...] No presente caso, contudo, não há possibilidade de utilização da probabilidade matemática para auferir as chances em que a parte autora teria de contrair uma doença de que viesse a necessitar do uso das células-tronco com forma de tratamento. No caso, a chance perdida, qual seja – a coleta das células tronco do cordão umbilical da criança, haverão outras oportunidades, em uma medicina avançada, de se colher tais células – via medula-óssea, dentes de leite, não tem qualquer conteúdo patrimonial, mas extrapatrimonial.¹³

Assim, não se indenizará o que os clientes deixaram de ganhar, pois esse seria o lucro cessante. Indenizar-se-á apenas a chance

13 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.291.247/RJ. Terceira Turma. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 19 ago. 2014. Data de Publicação: 1 out. 2014.

perdida. Esta chance perdida é, necessariamente, menor do que o lucro cessante.

Em economia, esta chance perdida corresponde ao conceito de custo de oportunidade. No caso concreto, o custo de oportunidade é aquilo a que os clientes renunciaram para realizar a operação que foi incompletamente executada.

No entanto, não é possível aquilatar esse custo de oportunidade com relação a outras operações realizadas no mercado de renda variável, pela simples razão que as variáveis seriam tantas (pois a variedade de operações é gigantesca) que o cálculo seria impossível ou ineficaz.

Na verdade, talvez a melhor solução seja considerar que os clientes, se não tivessem investido no mercado de renda variável, teriam investido no mercado de renda fixa. Assim, o cálculo da indenização pela perda de uma chance poderá ser feito com base na variação do CDI ou nas taxas pagas pelos títulos públicos, como o sistema “Tesouro Direto”.

4. Conclusão.

Face a tudo o que foi acima examinado, conclui-se que as corretoras de valores mobiliários são responsáveis na hipótese de não executarem integralmente as estratégias de investimento de clientes quando tais estratégias são no sentido de negociação de valores mobiliários *até determinado nível ou determinados níveis*.

Os danos sofridos por tais clientes correspondem ao resultado esperado pelos mesmos para as ordens que deixaram de ser executadas pela corretora.

É possível calcular de forma contábil e financeira tal prejuízo, através da verificação de cada uma das operações que deixaram de ser executadas e do resultado esperado para cada uma delas.

Este cálculo é complexo em razão das inúmeras variáveis consoante o tempo que os clientes manteriam os valores mobiliários ou as posições em carteira.

Em consequência, o resultado de tal cálculo irá depender do padrão que for adotado. Caberá ao juiz fixar um.

No entanto, melhor do que calcular o lucro cessante, é calcular a perda de uma chance, com base nas regras do custo de oportunidade do investimento que deveria ter sido realizado e deixou de o ser. Para tal, o critério ideal parece ser o da rentabilidade de operações tradicionais de renda fixa, como o CDI ou o Tesouro Direto.

