UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO PROFISSIONAL EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO

JOSUÉ HOFF DA COSTA

FUNDOS MOBILIÁRIOS E MEIOS ALTERNATIVOS DE GARANTIA DO JUÍZO POR INVESTIDORES INSTITUCIONAIS:

Discurso sobre Eficiência e Custo de Oportunidade

São Leopoldo
2017

JOSUÉ HOFF DA COSTA

FUNDOS MOBILIÁRIOS E MEIOS ALTERNATIVOS DE GARANTIA DO JUÍZO POR INVESTIDORES INSTITUCIONAIS:

Discurso sobre Eficiência e Custo de Oportunidade

Trabalho de qualificação apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito da Empresa, pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Koff Coulon

São Leopoldo

2017

C837f Costa, Josué Hoff da.
Fundos mobiliários e meios alternativos de garantia do juízo por investidores institucionais: discurso sobre eficiência e custo de oportunidade / Josué Hoff da Costa. – 2017.
150 f. : il.; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Direito da Empresa, São Leopoldo, 2017.
"Orientador: Prof. Dr. Fabiano Koff Coulon."

1. Eficiência (Direito). 2. Economia. 3. Fundos de investimentos. 4. Embargos (Direito). I. Título.

CDU 347.7

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecária: Bruna Sant'Anna – CRB 10/2360)

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL

O Trabalho de Conclusão de Curso intitulado: **" FUNDOS MOBILIÁRIOS E MEIOS ALTERNATIVOS DE GARANTIA DO JUÍZO POR INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: DISCURSO SOBRE EFICIÊNCIA E CUSTO DE OPORTUNIDADE "** elaborado pelo mestrando **Josué Hoff da Costa,** foi julgado adequado e aprovado por todos os membros da Banca Examinadora para a obtenção do título de MESTRE EM DIREITO DA EMPRESA E DOS NEGÓCIOS - Profissional.

São Leopoldo, 10 de novembro de 2017.

Prof. Dr. **Wilson Engelmann**
Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios

Apresentada à Banca integrada pelos seguintes professores:

Presidente: Dr. Fabiano Koff Coulon_____

Membro: Dr. Wilson Engelmann_____

Membro: Dr. Éderson Garin Porto_____

Membro: Dra. Yeung Luk Tai (PARTICIPAÇÃO POR WEBCONFERÊNCIA)_____

Dedico estas singelas linhas a Maria Luiza, com amor e gratidão.

"*O melhor governo é o que governa menos"*. (THOREAU, Henry David, 1849, p. 5)

"*Acredito que 'justiça social' será, finalmente, identificada com uma miragem que induziu os homens a abandonarem muitos dos valores que inspiraram, no passado, o desenvolvimento da civilização – uma tentativa de satisfazer um anseio herdado das tradições do pequeno grupo, que é, no entanto, desprovida de significado na Grande Sociedade de homens livres* [...] *como a maior parte das tentativas de perseguir uma meta inatingível, a luta por esse ideal produzirá também consequências extremamente indesejáveis e, em particular, levará à destruição do único clima em que os valores morais tradicionais podem florescer, ou seja, a liberdade individual*" (HAYEK, Friedrich von, 1985, p. 86)

AGRADECIMENTOS

O presente estudo contou com a colaboração de diversas pessoas, cujo apoio foi condição de possibilidade para seu desenvolvimento.

Agradeço em muito aos meus colegas de curso, Daniel, Marcelo, Ricardo, Felipe e Mossmann, pelo importante intercâmbio de informações e os debates valiosos em sala de aula, que tornaram os seminários mais ricos e aprofundados muitos temas importantes. Mais do que aulas de Direito da Empresa, incursionou-se em várias e variadas questões políticas, filosóficas e econômicas, com imbricação estreita em relação ao desenvolvimento da ciência, do Estado e do país. Além disso, acima de tudo, pela parceria sem igual.

Merecem especial reconhecimento e agradecimento os professores Luciano, por ter apresentado este ferramental tão útil para a ciência do Direito conhecida como *Law and Economics*, seara de vanguarda para o estudo deste campo de conhecimento; Cristiano Carvalho, pelo gosto adquirido pelo Direito Tributário; Wilson, Ivan e Cristiano Costa, pelas luzidias contribuições ao trabalho e pela disponibilidade em auxiliar.

À professora Mabel (Maria Isabel da Cunha), por ensinar a ensinar.

Mister agradecer, ainda, aos professores Miriam, Michael Koby e Gerrit de Geest, pelas profundas contribuições oriundas da extensão cursada em St. Louis-MO-USA, em oportunidade ímpar.

A meu orientador, Fabiano, pelas indispensáveis atenção, disponibilidade e precisão crítica no desenvolvimento do trabalho.

Por fim, à família e amigos, por entenderem a privação do convívio durante os períodos críticos.

RESUMO

Pretendeu-se elucidar se a garantia do Juízo da execução, promovida por meios alternativos como fundos mobiliários, para o caso específico de investidor qualificado, em detrimento do meio preferencialmente admitido pelo Judiciário, notadamente o depósito pecuniário em conta vinculada ao processo, enseja alocação Pareto-eficiente, sopesando a concorrência de custo de oportunidade. Procurou-se atingir o objeto visado, a partir de estudo de caso, analisando a receptividade do Judiciário à nomeação de fundo de investimento mobiliário destinado à garantia do Juízo da execução, considerando amostragem dos processos judiciais envolvidos. Também foram consideradas todas as decisões proferidas pelo Superior Tribunal de Justiça e do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul, cuidando sobre a admissibilidade de fundo mobiliário para o escopo escolhido (jurimetria). Verificou-se que o ativo adotado como paradigma foi admitido na maioria dos casos confrontados, especialmente quando não houve insurgência do Credor, diferentemente do que ocorreu quando o tema foi levado a julgamento em segundo grau de jurisdição. O fundo mobiliário utilizado por investidor institucional para garantia do Juízo se demonstrou Pareto-eficiente em relação ao depósito pecuniário (que gerou alocação subótima), tanto para o Devedor, como para o Credor, mormente considerando a segurança e liquidez do ativo. A despeito disso, nos casos em que o Judiciário foi efetivamente provocado (quando houve contrariedade do Credor), preferiu a adoção do meio pecuniário tradicional, malgrado o custo de oportunidade envolvido, o que se demonstrou ter se ocasionado por *path dependence*, ao invés de problema de agência, não evidenciado de modo categórico. Nos casos em que o Judiciário foi confrontando, não houve pronunciamento sobre a eficiência alocativa. Tanto o precedente oriundo do Tema n° 913 do STJ, como a sistematicidade do ordenamento jurídico pátrio admitem a adoção do meio alternativo mais eficiente, sobretudo em se tratando de investidor institucional.

Palavras-Chave: Eficiência. Fundo Mobiliário. Garantia do Juízo. Custo de Agência. Custo de Oportunidade. Dependência da trajetória.

ABSTRACT

It was intended to elucidate whether the execution court's guarantee, promoted by alternative means such as securities funds, in the specific case of a qualified investor, to the detriment of the means preferably admitted by the Judiciary, not shared or pecuniary deposit in account linked to the process, Pareto-efficient and inconsiderate the existence of opportunity cost. The object sought was analyzed, based on a case study, analyzing a receptivity of the judiciary about of the security investment fund intended to guarantee execution court, considering a sample of the judicial processes involved. All decisions rendered by the Superior Court of Justice and the Court of Justice of Rio Grande do Sul were considered too, taking into account the admissibility of the furniture fund for the chosen scope (jurimetrics). It was found that the asset adopted as a paradigm was admitted in most of the cases confronted, especially when it is not a creditor insurgency, unlike what occurred when the subject was tried in the second degree of jurisdiction. The security fund used by institutional investors for the guarantee of the execution court proved Pareto-efficient in relation to the pecuniary deposit, for both the Debtor and the Creditor, considering the safety and liquidity of the asset. In spite of this, in cases where the Judiciary was effectively provoked (when there was an objection from the creditor), it preferred the adoption of the traditional pecuniary means, despite the opportunity cost involved, which has been shown to be caused by path dependence, rather than agent problem, not categorically evidenced. In cases where the judiciary was confronting, there was no pronouncement on allocative efficiency. Both the precedent coming from Topic number 913 of the STJ and the systematicity of the legal order of the country admit the adoption of the most efficient alternative means, especially in the case of institutional investors.

Keywords: *Efficiency. Security investment fund. Court guarantee. Agency costs. Opportunity cost. Path dependence.*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura do fundo de investimento. 52
Figura 2: Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa). 76
Figura 3: Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa) II. 77
Figura 4: Comparação de índices acumulados (poupança x inflação).. 78
Figura 5: Saques dos depósitos judiciais pelos Estados..... 81
Figura 6: Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa x meta atuarial)..... 83

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Demandas judiciais objeto de nomeação à penhora e aceitação de fundo de investimento mobiliário (paradigma). 62

Tabela 2: Demandas judiciais objeto de nomeação à penhora e rejeição de fundo de investimento mobiliário (paradigma). 65

Tabela 3: Fundamentos das decisões oriundas do TJRS. 66

Tabela 4: Fundamentos das decisões oriundas do TJRS (percentuais) 67

Tabela 5: Fundamentos das decisões oriundas do STJ 68

Tabela 6: Fundamentos das decisões oriundas do STJ (percentuais) 69

Tabela 7: Fundamentos das decisões proferidas em primeira instância 72

Tabela 8: Fundamentos das decisões proferidas em primeira instancia (percentuais) 73

LISTA DE ABREVIATURAS

A. a.	Ao ano
Ag.	Agravo
AREsp	Agravo em Recurso Especial
Art.	Artigo
Id.	Idem
Ibid.	Ibidem
N°	Número
Inc.	Inciso
P.	Página
Rel.	Relator
REsp	Recurso Especial

LISTA DE SIGLAS

AED	Análise Econômica do Direito
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPJ	Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DJe	Diário da Justiça Eletrônico
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
IBEC	Companhia de Empreendimento e Administração
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LFT	Letra Financeira do Tesouro
LTN	Letra do Tesouro Nacional
NCPC	Novo Código de Processo Civil
NEI	Nova Economia Institucional
NTN	Nota do Tesouro Nacional
OAB	Ordem dos Advogados do Brasil
PhD	*Philosophiæ Doctor*
PIB	Produto Interno Bruto
RS	Rio Grande do Sul
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TJRS	Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul
TR	Taxa Referencial
UNISINOS	Universidade do Vale do Rio dos Sinos

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 15
1.1 Contextualização 15
1.2 Problema 17
1.3 Justificativa 19
1.4 Objetivos 21
2 REVISÃO DA BIBLIOGRAFIA 23
2.1 Direito, Economia e suas imbricações 23
2.2 Escassez, maximização racional e instituições. 26
2.3 Eficiência como *standard* jurídico 28
2.4 Custo de oportunidade e *trade-off* 31
2.5 Eficiência Pareto e Eficiência Kaldor-Hicks 32
2.6 Custos de Agência 35
2.7 Heurística e Vieses 37
2.7.1 Risco e Incerteza 39
2.8 A importância das instituições para o Direito e para o Mercado 40
2.9 Dogmática acerca da garantia do Juízo da Execução 43
2.9.1 Princípios da efetividade e menor onerosidade ao Devedor 45
2.9.2 Caráter preferencial da gradação legal 47
2.9.3 Fundos de investimentos mobiliários 50
2.10 Investidores Institucionais 56
3 METODOLOGIA 57
4 COLETA, SISTEMATIZAÇÃO E APRESENTAÇÃO DOS DADOS 61
4.1 Hipóteses de observação 62
4.2 Decisões proferidas pelo TJRS 66
4.3 Decisões proferidas pelo STJ 67
4.3.1 Recurso Repetitivo – Tema nº 913 69
4.4 Decisões dos Juízes de primeira instância 72
5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS 75
5.1 Custo de oportunidade e sua mensuração 75
5.2 Eficiência alocativa do fundo mobiliário 78
5.2.1 Interesse do Credor (segurança e liquidez do ativo) 79
5.2.2 Menor onerosidade ao Devedor (investidor institucional) 82
5.3 Custos de agência e *path dependence* 84
6 CONCLUSÃO 87
6.1 Custo de oportunidade e eficiência 87
6.2 Problema da agência? 88
6.3 Dependência da trajetória (*path dependence*) 89
REFERÊNCIAS 93
ANEXOS 103

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A ideia inicial do presente estudo se origina do anseio de uma determinada empresa em mitigar os efeitos econômico-financeiros de procedimentos judiciais em que figura no polo passivo, durante o tempo em que o *quantum debeatur* estiver sendo discutido. Dito de outro modo, quando a entidade objeto do presente estudo é intimada para pagamento de uma condenação judicial, nos termos do art. 523 do Código de Processo Civil - CPC[1] ou suas variantes, pode: (1) pagar; ou (2) nomear bens como garantia do Juízo e discutir o valor executado. Para o caso da segunda hipótese, ao invés de depositar valor em espécie em uma conta judicial, o Devedor (no caso a entidade objeto de estudo) lança mão de um ativo mobiliário (fundo de investimento), escolhendo a opção elencada no inciso III do art. 835 do CPC[2].

A alternativa do fundo mobiliário visa garantir que este ativo, durante a tramitação da lide e consequente definição do *quantum* devido, seja remunerado de forma supostamente mais eficiente, considerando que a via mais comum: o depósito de valor pecuniário em conta bancária vinculada ao processo, é remunerado por indexadores que, aparentemente, representam alocação subótima, ou seja, não garantem, sob a égide do mesmo tipo de risco, remuneração compatível com a média do mercado, conforme será verificado a seguir.

---

[1] Art. 523. No caso de condenação em quantia certa, ou já fixada em liquidação, e no caso de decisão sobre parcela incontroversa, o cumprimento definitivo da sentença far-se-á a requerimento do exequente, sendo o executado intimado para pagar o débito, no prazo de 15 (quinze) dias, acrescido de custas, se houver. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 523).

[2] Art. 835. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;
II - títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado;
III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;
IV - veículos de via terrestre;
V - bens imóveis;
VI - bens móveis em geral;
VII - semoventes;
VIII - navios e aeronaves;
IX - ações e quotas de sociedades simples e empresárias;
X - percentual do faturamento de empresa devedora;
XI - pedras e metais preciosos;
XII - direitos aquisitivos derivados de promessa de compra e venda e de alienação fiduciária em garantia;
XIII - outros direitos. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

Não obstante o mero interesse em deixar de reduzir o patrimônio administrado (promover a alocação ótima de seus recursos), incidem sobre a empresa suscitada regras regulatórias diversas (atinentes a entidades de previdência complementar), dentre as quais algumas que demandam a observância de evolução patrimonial condizente com os compromissos assumidos por prazos consideravelmente dilatados, definidos por critérios atuariais próprios.

A partir desta corriqueira situação vivenciada no âmbito do procedimento judicial cível, se colocou em prática instrumento com o objeto visado, notadamente a criação de um fundo de investimento destinado a responder por demandas judiciais na fase expropriatória e, ao mesmo tempo, procurar garantir a remuneração ideal desses ativos. Nesse momento, eclodiram diversas indagações atinentes à forma de tratamento do assunto pelas partes e pelo Judiciário.

As disputas judiciais inúmeras vezes culminam em constrições judiciais de variado gênero, sobretudo por meio de depósitos em conta bancária por instituição financeira com monopólio desse serviço. Aludido método rende ensejo à discussão sobre a eficiência econômica, razão pela qual se pretende investigar se os meios existentes – que deveriam procurar uma alocação ótima – cumprem esse papel, sob a égide da Análise Econômica do Direito – AED.

Nada obstante, visa-se analisar se fundos mobiliários, mormente quando manejados por investidores institucionais, ou seja, que promovem a gestão profissional de recursos provenientes de poupança contratual (AGUSTINHO; RIBEIRO, 2011, p. 377); e qualificados, na acepção da Instrução CVM n° 539[3], com a alteração promovida pela Instrução CVM nº 554, constituem vias alternativas eficazes ao depósito em Juízo, que não só atendem ao critério da menor onerosidade do Devedor, como também ao interesse do Credor, conforme previsto na legislação processual, além de promover e fomentar o mercado de crédito e, via de

---

[3] Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:
I – investidores profissionais;
II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;
III – as 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; e
IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados. (BRASIL. Instrução Normativa CVM 539, 2015, art. 9º-B).

consequência, a poupança interna, tão importante para alavancagem de investimentos. Para além disso, não somente se os fundos mobiliários, que serão objeto central, mas também se outros instrumentos, como o seguro garantia judicial, podem ser examinados a partir das mesmas premissas, sobretudo sopesada a utilidade marginal.

Nesse contexto, analisa-se a aderência do Judiciário em admitir meio alternativo específico de constrição vinculado ao mercado financeiro e de capitais, dissociado da forma habitual de garantia do Juízo, partindo de estudo de caso de uma ferramenta criada por investidor institucional com contencioso judicial expressivo, a fim de mitigar o prejuízo econômico com o processo, visando uma alocação ideal de seus recursos, sem perder efetividade no campo processual. Para tanto, investigam-se a motivação e justificativas da criação de aludido meio a ser empregado em demandas judiciais.

1.2 Formulação do problema

A partir das premissas acima aventadas, pretendeu-se investigar a razão da aparente posição refratária da jurisprudência quanto a aceitar fundo mobiliário nomeado por Devedor qualificado para garantia do Juízo, malgrado a suposta compatibilidade com o interesse do Credor e a possibilidade de a via usual (depósito judicial) ensejar variação não ideal de seus ativos (subótima), relevando o custo de oportunidade envolvido.

Procura-se evidenciar que aspectos elementares têm sido ignorados pelas partes, pelo Judiciário e pela doutrina jurídica. Isso porque não tem sido considerado o vulto expressivo de capitais que estão depositados em contas judiciais vinculadas a processos, aguardando o deslinde das demandas e sem nenhum emprego pelas partes, mas que poderiam estar sendo utilizados de maneiras diversas, em investimentos outros e, aparentemente, não só deixam de circular no mercado, como também podem acarretar em desestímulo ao desenvolvimento econômico, assertivas que serão objeto do presente estudo.

Nessa esteira, investigou-se a causa aparente da orientação da jurisprudência em preferir dinheiro, a despeito da eficiência de meios alternativos de garantia do Juízo, como os fundos de investimento mobiliários, em função, supostamente, de trajetória de dependência (*path dependence*) da jurisprudência a instituições menos evoluídas, como também da acentuada aversão ao risco dos investidores brasileiros.

Em paralelo, verificou-se se a direção tomada pela jurisprudência pode se originar de problema de agência, resultante da possibilidade de o Judiciário se utilizar do numerário

disponível em contas bancárias vinculadas às demandas judiciais como reforço de caixa (pelo próprio Judiciário ou por outras facetas do Estado[4]), durante o período em que se encontram ociosos, ou seja, indisponíveis para saque pelas partes em litígio, aguardando decisão final.

A título comparativo de alocação ineficiente, o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS recolhido por empregadores em favor do empregado, fica depositado em conta judicial da Caixa Econômica Federal - CEF e sofre remuneração de 3% + TR[5] ao ano, rendimento muito inferior inclusive à inflação (CÂMARA, 2017). Caso fosse disponibilizado para gerenciamento dos futuros beneficiários, certamente não teriam o mesmo destino, na maioria dos casos.

Nesse contexto, objetivou-se explicitar em que medida concorrem custos de oportunidade aos credores, em face da suposta alocação subótima, sobretudo diante de possível morosidade do Judiciário para liberação das importâncias consignadas, ou seja, questionou-se a forma de escolha do *trade-off* com relação à aceitação de um fundo mobiliário ou outro meio alternativo. Do mesmo modo, os depositantes (devedores) arcam com correlatos custos de oportunidade, durante a discussão do *quantum* devido, pois suportariam a diferença de rendimentos entre aquilo poderia ter sido auferido através de investimentos diversos de mercado, por exemplo, no mercado de capitais, e aquilo que efetivamente foi disponibilizado pela instituição bancária depositária quando do saque.

Todas essas possibilidades têm em comum a aparente ineficiência, sob o ponto de vista do ótimo de Pareto, em relação a montantes disponibilizados à ingerência do Estado. No entanto, no que concerne à garantia do Juízo para discussão do *quantum* pelo Devedor, diferentemente dos recursos vertidos ao mencionado FGTS, não há obrigatoriedade da utilização do depósito judicial, mas sim uma ordem legal preferencial (art. 835 do CPC), que possibilita, em tese, a adoção de meios alternativos mais eficazes, a despeito do lugar ocupado no rol legal.

Assim, busca-se evidenciar por qual razão meios alternativos, com formas de remuneração aparentemente mais eficazes, amplamente disponíveis no mercado e admitidos legalmente, deixam de ser recepcionadas perante o Judiciário; se efetivamente há custos de

---

[4] "Desde 2004, os governadores vêm usando esses saques para tentar tapar o rombo das contas do Executivo. No entanto, Janot ressalta que este dinheiro não pertence ao Estado. Os depósitos são feitos por pessoas ou empresas que estão em uma disputa judicial e são determinados pelo juiz, como forma de garantir o pagamento da indenização, ou da dívida questionada na Justiça, ao final da ação" (SACCONE, 2016).

[5] Taxa Referencial.

oportunidade envolvidos; como também se esse panorama decorre de problema de agência ou *path dependence.*

As hipóteses desenvolvidas estão apoiadas na eficiência alocativa (Pareto), imbricada na investigação quanto à existência de custos de oportunidade aos litigantes; e na teoria da agência, com base na qual serão analisadas as decisões provenientes do Judiciário do Estado do Rio Grande do Sul e do Superior Tribunal de Justiça – STJ, para identificar, como dito, a suposta baixa receptividade da adoção de meios alternativos de garantia do Juízo da execução.

1.3 Justificativa

Dentro do contexto narrado, enquanto depositado em conta judicial e indisponível ao Credor ou ao próprio Devedor, a importância consignada a título de pagamento ou garantia do Juízo é remunerada com base em indexadores que podem render diferenças a serem amealhadas por entes estatais (agentes), exsurgindo evidente indicativo acerca de se tratar de resultado minimizador de riqueza (ineficiente) para os envolvidos em litígios judiciais e, por via indireta, aqueles que dependem do capital empregado em Juízo para fomentar suas atividades.

É possível ventilar que expressiva fatia dos frutos amealhada pelos entes estatais que detêm o monopólio de administração de importâncias envolvidas em litígios, pelo cotejo do montante depositado em contas judiciais, correspondente, nos dias atuais, apenas no âmbito da Justiça Estadual do Rio Grande do Sul - RS, a quase R$ 10 bilhões (BUBLITZ, 2015), em relação a acréscimos que poderiam ter sido auferidos por investimentos disponíveis no mercado, que serão comparados ao longo da pesquisa, proporcionalmente ao baixo ou alto risco das destinações possíveis.

Note-se, ademais, que há outros meios que tornam indisponíveis importâncias pecuniárias das partes, como o depósito judicial efetuado no âmbito da Justiça Laboral, como requisito de admissibilidade recursal, que também se enquadra na mesma sorte de vicissitudes. Nesse campo, a teoria da agência coloca o Estado na posição de agente privilegiado gerador de mecanismos ineficientes, ou seja, geradores de equilíbrio de baixo bem-estar social.

Relevante ilustrar, nesse escopo, a atualidade do tema, sobretudo considerando as recentes investidas de alguns Estados, dentre eles o do Rio Grande do Sul, em reivindicar valores depositados em contas judiciais para reforço de caixa (autorizadas por recentes leis

estaduais), as quais se perfilham ao encontro de demonstrar o desvirtuamento da destinação destes ativos (desvio de finalidade), parecem evidenciar problema de agência, a ineficiência do procedimento, bem assim, potencial de nefasto prejuízo aos jurisdicionados, sobretudo pelo déficit histórico em que se encontra o orçamento de aludido ente federado (BRAGA, 2015). Aliás, a postura estatal em se apoderar de valores oriundos de disputas judiciais gerou recentes inconformismos de entidades como a OAB, em vislumbrando um cenário pouco alvissareiro para os titulares destas importâncias:

> Os recursos de depósitos judiciais só podem ser usados por estados e municípios para pagamento de precatórios. Dessa maneira, esses valores não devem ser repassados para os cofres desses entes federativos, e sim para as contas especiais para quitação de obrigações públicas administradas pelos tribunais de Justiça. (RODAS, 2016)

Não obstante, investidores institucionais, como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar administram poupança de um número significativo de pessoas, cujo montante correspondia, no final de 2016, a 12,7% do Produto Interno Bruto - PIB nacional (PREVIC, 2017), ou seja, uma gestão ineficiente implica em consequências externas aos autos, como também na distribuição de investimentos em diversas searas do mercado, o que revela a importância deste tipo de atividade para a economia de um modo geral.

Um dos pontos cruciais para alavancagem de empresas e fomento à economia em geral é o crédito. Ele pode ser encontrado em instituições financeiras, geralmente bancos, ou diretamente buscado por empresas junto ao mercado – cujo veículo mais destacado é o mercado de capitais. No primeiro caso, fatalmente haverá um custo (*spread*) maior, proporcional ao risco, garantias, valor, dentre outros aspectos. Logo, a segunda hipótese, quando possível, é menos onerosa ao tomador. Tanto relevante destacar, nessa esteira, o déficit existente do mercado brasileiro de investimentos de longo prazo, tipo de ativo de muito impacto no desenvolvimento econômico.

Ademais, a relevância da empresa e do mercado, cujo veículo emblemático é o mercado de capitais, no atual cenário da evolução da sociedade, através de instituições jurídicas sólidas, configura ponto nodal a auxiliar no desenvolvimento econômico da sociedade.

Nesse diapasão, parece existir uma lacuna doutrinário-científica no que tange a dar importância ao *standard* da eficiência alocativa de riquezas, ao contrário do que transparece estar sendo concebida, especialmente pela distorção da função das instituições públicas. Isso

porque, nos moldes já observados por Cooter e Ulen (2010, p. 319), é possível que o estágio de desenvolvimento econômico esteja diretamente relacionado à evolução das instituições jurídicas. Desse modo, a reflexão sobre os efeitos econômicos das intervenções estatais parece representar papel fundamental para garantir segurança às transações e propiciar o desenvolvimento de mercados mais sofisticados e eficientes.

1.4 Objetivos

O ponto de partida da hipótese a ser desenvolvida será o Ótimo de Pareto, ou a eficiência de Pareto, conceito que pode ser sintetizado da seguinte forma: "Segundo esse padrão, uma melhoria deixa um indivíduo em melhor condição sem piorar a condição de qualquer outro indivíduo" (COOTER; ULEN, 2010, p. 456).

A partir disso, se buscou explicitar se a via do depósito judicial desponta como meio não eficiente para as partes (alocação subótima), em face do princípio do custo de oportunidade; não obstante, se há baixa receptividade de meios alternativos de garantia do Juízo e qual razão disso, no caso considerando a hipótese de problema de agência ou da trajetória de dependência.

Em outras palavras, a ênfase repousa em evidenciar a (in)eficiência econômica (Pareto-ótimo) da garantia do Juízo prestada mediante depósito pecuniário em judicial, em detrimento da utilização de fundos mobiliários e outros meios alternativos, mormente do ponto de vista de investidores institucionais, em cotejo com a aplicação da Teoria da Agência. Para além disso, tenciona-se dar relevo à importância de considerar a eficiência como *standard* jurídico, mesmo que sua abordagem se dê através de diferentes acepções e enfoques (Id., p. 455).

Na esteira do acima preconizado, também se busca verificar se adoção de meios alternativos de segurança do Juízo representam alocação ótima dos ativos; analisar a potencial existência de problema de agência e da *path dependence* sobre a jurisprudência analisada, relativamente à inserção de meios alternativos de garantia; verificar se a legislação processual pátria admite, incentiva ou desestimula a adoção de meios mais eficazes de garantia do Juízo pelo Devedor; como também se o comportamento do principal e agente são incentivados a aceitar ou rejeitar esse tipo de mecanismo.

Acerca da teoria da agência, no quanto relacionada à tomada de decisões tendentes à eficiência, o desenvolvimento da hipótese principia pelo artigo seminal de Jensen e Meckling

(*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 1976) que deu origem a esta teoria, no contexto da estrutura dos direitos de propriedade (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79).

Assim, pretendeu-se explicitar o tratamento relegado a ativos relacionados a contencioso judicial, por meios alternativos, como o adimplemento direto ao Credor; a nomeação de fundos mobiliários; ou nomeação de seguro garantia judicial e fiança bancária, para segurança do Juízo; em relação à eficiência econômica, em cotejo com o tratamento relegado pelo ordenamento jurídico pátrio.

Será considerado como mote um fundo mobiliário criado por Entidade voltada ao mercado de previdência privada, objetivando o alcance de suas metas atuariais definidas em Lei e se encarando com a aparente mitigação do rendimento de seus recursos quando deslocados para demandas judiciais (alocação subótima), em ativo equiparado aos demais meios tradicionalmente empregados, no que tange ao interesse do credor. Além disso, pretende-se analisar a existência de aparente antinomia na legislação processual quanto ao tratamento de meios alternativos, em detrimento da constrição de pecúnia, o que pode dificultar a recepção desse tipo de mecanismo no processo judicial.

No contexto, se pretende investigar de que forma se desenvolve o comportamento do Credor diante dos casos confrontados, notadamente se há predisposição em aceitar ou não, assim como se adota fundamentos racionais para tanto, vislumbrando a aceitação de meios alternativos e *trade-offs* envolvidos. Do mesmo modo, se esta posição do Credor interfere no posicionamento do Judiciário.

Por outro lado, importa examinar por qual razão, mesmo que o arcabouço legal ofereça alternativas à alocação de recursos em condições mais congruentes com a eficiência, em especial, com as alterações advindas da nova ordem legal (Lei nº 13.105/2015), estas posições merecem ou merecerão guarida pelos agentes estatais.

Como já destacado, o trabalho está inspirado na Análise Econômica do Direito (AED), a qual foi definida pelos seus criadores norte-americanos como *Law and Economics*. Assim, o ferramental teórico oriundo da AED, que não se vislumbrou ter sido inserido no contexto desta problematização específica, constitui a espinha dorsal das conclusões que serão lançadas, muito especialmente no que concerne ao desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, com reflexos consequentes na poupança e desenvolvimento internos, com notável relevância para a economia pátria.

2 REVISÃO DE BIBLIOGRAFIA

2.1 Direito, Economia e suas imbricações

Uma parte importante do que aqui se pretende estabelecer pressupõe recepcionar o entrelaçamento entre as ciências do Direito e da Economia, se utilizando das ferramentas que esta última disponibiliza à compreensão do primeiro. Nessa contextualização, sem procurar colocar no palco central a discussão entre as correntes favoráveis e contrárias à Análise Econômica do Direito (AED), Direito e Economia ou *Law and Economics*, o ponto de partida é que não o isolamento, mas sim a imbricação destas duas ciências sociais traz possibilidades interessantes para compreender os fenômenos que serão estudados.

De todo modo, é importante afastar a concepção de que o instrumental da ciência econômica, especialmente da microeconomia, importaria em "receitas de bolo" para problemas jurídicos; ou, a *contrario sensu*, no sentido considerar irrelevantes noções econômicas, como a eficiência, até mesmo porque há alusões específicas em textos legais diversos (SALAMA, 2008, p. 50), conforme a seguir será abordado. Isso sobretudo no campo do Direito Privado e especialmente no que diz com Direito da Empresa, cujo conceito central, por exemplo, tão discutido pela doutrina, deslocou-se da visão estática dos "atos de comércio", passando a considerar o caráter dinâmico do mercado para definir a empresa como organização capaz de reduzir custos de transação (COASE, 1937, p. 390-391), se baseando, mormente, na sua dimensão econômica (FORGIONI, 2009, p. 98-*passim*). Nessa seara, o caminho em torno do estudo interdisciplinar entre Direito e Economia se apresenta irreversível.

A partir disso, a *Law and Economics* traz ao jurista algumas alternativas à elucidação de certas celeumas, possibilitando, dentre outros aspectos:

> (a) aprofundar a discussão sobre as opções institucionais disponíveis, trazendo os efeitos de cada opção para o centro do debate; (b) apontar os incentivos postos pelas instituições jurídico-políticas existentes, de modo a identificar interesses dos diversos grupos, inclusive daqueles sub-representados no processo político-representativo, (c) repensar o papel do Poder Judiciário, de modo que este se encaixe nos sistemas modernos de formulação de políticas públicas, mas tendo em conta que o país já possui uma tradição jurídica... (SALAMA, 2008, p. 61).

Assim sendo, deixar de considerar algumas premissas econômicas, estatísticas, ou de quaisquer outras ciências relacionadas, significa a própria negação do caráter científico do Direito. Entretanto, passando ao largo do debate a respeito da eficiência, que muito se desenvolveu, em especial, no direito anglo-saxão, através de importantes contribuições como as de Coase, Pigou e Shavell, o jurista nacional mais conservador ainda prefere se fixar em instituições como a função social, seja ela do contrato, da propriedade ou do trabalho.

O fenômeno da *publicização* do direito privado*,* também chamada de *socialização* ou *constitucionalização,* tem sido difundido pelo senso comum teórico, com um raciocínio linear de adoção de vetores como a função social do contrato, sempre em favor do suposto hipossuficiente (leia-se contra a livre iniciativa das partes e as demandas de mercado) o que tem gerado insegurança jurídica e desequilíbrios à própria coletividade (TIMM, 2007).

No entanto, boa parte da comunidade jurídica nacional ainda não percebeu que a utilização do adjetivo "social" associado a variados institutos ostenta anemia significativa capaz de "esvaziar" o substantivo. O ponto foi muito bem-apanhado por Friedrich von Hayek, para quem, seja qual for o substantivo "qualificado" como social (valor, justiça, função, direito, etc.), acarreta imediato desvirtuamento do conceito original, gerando um pleonasmo, que gradualmente, na história, gerou o sentido de aprovação moral (HAYEK, 1899, p. 98-99; CARVALHO, 2014, p. 291-292). Efetivamente, o economista austríaco se arvora pesadamente contra a concepção de justiça social (distributiva), sendo relevante destacar, nesse escopo:

> ...a expressão 'justiça social' não é, como a maioria das pessoas provavelmente o supõe, uma expressão ingênua de boa vontade para com os menos afortunados, tendo, antes, se tornado uma instituição desonesta de que se tem o dever de concordar com uma exigência feita por algum grupo de pressão capaz de justifica-la concretamente. Para que o debate político seja honesto, é necessário que as pessoas reconheçam que a expressão é desonrosa, do ponto de vista intelectual, símbolo da demagogia ou do jornalismo barato, uma vez reconhecida sua vacuidade, emprega-la seria desonesto. (HAYEK, 1985, p. 118).

Com isso tudo, se quer ressaltar que o direito pátrio está contaminado de distorções em sua espinha dorsal, orientado por instituições formais que não se traduzem em eficiência alocativa, mas em outras instituições que nem sempre contêm lógica definida. Assim, o valor da eficiência está mais relacionado à justiça comutativa, pretendendo-se evidenciar que em todos os mecanismos que tendem à obtenção de melhoria para pelo menos um dos envolvidos

(Pareto-eficiente), devam ser considerados, a despeito da intervenção do Estado e de distorções personificadas pelo senso comum teórico.

No que toca ao Brasil, a problemática deita raízes históricas no processo de colonização, bem espelhado por Bueno (2004, p. 789-790):

> Como a divergência de trajetórias institucionais nas metrópoles influenciará as colônias? A América inglesa formou-se exatamente quando o conflito entre a monarquia e o Parlamento estava no auge. A diversidade política e religiosa na metrópole reproduziu-se na colônia pelos dois motivos apontados na seção anterior. Os rendimentos crescentes gerados e a adaptação dos modelos mentais favoreciam ambas as coisas: a formação de instituições semelhantes às inglesas, principalmente às relacionadas às garantias do direito de propriedade, e o predomínio do controle local sobre o central, o que, entre outras conseqüências, permitiu um grau de liberdade econômica que nunca remotamente tiveram as colônias latino-americanas.
> [...]
> **O resultado em termos de desempenho econômico desse tipo de evolução institucional é que a matriz institucional dos países latino-americanos irá favorecer o desenvolvimento de organizações *rent-seeker* e desestimular organizações produtivas capazes de elevar a produtividade da economia.**
> [...]
> ...instituições formais e informais de uma sociedade serão tanto mais compatíveis com o progresso econômico quanto mais elas permitirem aos indivíduos interagirem e assim liberarem seu potencial produtivo e criativo. Isso acontecerá quando as leis, os costumes, a prática social e econômica e as organizações favorecerem a iniciativa individual e a cooperação por meio de mecanismos impessoais, principalmente garantindo os direitos de propriedade e gerando uma estrutura de preços relativos que premia as atividades produtivas.

Note-se que a Nova Economia Institucional (NEI) procurou enfocar a forma de estabelecer direitos, tentando evidenciar como são gerados incentivos contrários à alocação eficiente de recursos. Para tanto, a AED tem o papel de demonstrar como as instituições "*lubrifica*[m] *a transferência de recursos ao facilitar as barganhas individuais*" (MUELLER; SZTAJN; ZYLBERSZTAJN, 2005, p. 96 e 99).

2.2 Escassez, maximização racional e instituições

Um dos conceitos elementares abordados em Economia se refere à quantidade limitada de recursos para atender aos interesses das pessoas, corporações e governos. Essa limitação de recursos denomina-se *escassez*. Em que pese a expressão não seja aventada em nenhuma obra jurídica tradicional, esse dado permeia as transações e negócios jurídicos, uma vez que sempre quem compra algo (mais abundante), mesmo tácita ou inconscientemente, abre mão de algo (menos abundante); de acordo com a *utilidade* que cada um pode conferir.

A *escassez*, portanto, se opõe à ideia de *abundância*, como também enseja a criação de *instituições* para balizar o uso dos bens escassos, de forma equilibrada, ou até mesmo estimular a criação de formas mais eficientes, sem a obrigatoriedade de ingerência de uma autoridade para tal fim (MACKAAY; ROSSEAU, 2015, p. 27-28). Extrai-se disso o que foi denominado por Carvalho (2013, p. 45) de *realidade institucional*, ou seja, a elaboração de conceitos que não são relacionados a objetos naturais, o que somente é possível em função da *linguagem*. Conforme Douglass North (1991, p. 97), as *instituições* foram criadas ao longo da história para reduzir as incertezas nas trocas. Não obstante, elas definem as escolhas dos custos de transação e produção, além da rentabilidade e a viabilidade de se engajar na atividade econômica. Também invocando a doutrina de North, Carvalho (2013, p. 48) se refere a instituições como "as regras do jogo numa sociedade ou, mais formalmente, são restrições que delimitam a interação humana" e têm o papel de reduzir incertezas.

Logicamente, não haveria a necessidade de estabelecer divisas (no sentido de limitações), não fosse a existência de escassez. A resposta para a escassez foi o reconhecimento de *direitos,* ou seja, de "fronteiras que permitiam associar um território a um agente" (MACKAAY; ROSSEAU, 2015, p. 30). Significa dizer que o "estabelecimento de direitos é uma resposta à escassez que permite a criação de uma sociedade baseada em outra coisa além da posse material de objetos e a violência para defende-la" (Id., Ibid.). Sob outra perspectiva, as instituições podem ser sintetizadas como "restrições ao comportamento humano criadas pelos próprios indivíduos para reduzir custos de transação" (BUENO, 2004, p. 781).

Em um mundo com recursos escassos, os indivíduos terão de optar por quais daqueles serão mais úteis, quer dizer, maximizem a utilidade (bem-estar) do recurso, considerada a ação de um agente racional. É o que se chama de *maximização racional* ou *escolha racional*

(COOTER; ULEN, 2010, p. 36-37). A respeito da maximização, derivada da escassez, a título ilustrativo, menciona-se o exemplo citado por Wessels (2002, p. 9):

> Nos anos 1930, George Herriman criou um personagem anarquista de cartum chamado Krazy Kat. A maior paixão de Krazy Kat era atirar tijolos nas pessoas e nas coisas. O mundo era o seu fliperama. Infelizmente para ele, não dispunha de tijolos suficientes para atirar em todas as coisas que desejava acertar. Como poderia escolher racionalmente em que objetos atirar um tijolo? Considere o seguinte método econômico. Ele começa atribuindo o número mais alto ao objeto no qual mais deseja atirar um tijolo; um número inferior ao objeto seguinte que deseja atingir; um número ainda menor ao objeto depois deste, e assim por diante, até que todos os objetos valiosos sejam rotulados em ordem decrescente. Ainda que Krazy Kat seja louco, ele deseja obter o máximo de prazer na forma da pontuação mais alta. Como deve proceder? A estratégia econômica diz que o primeiro tijolo deveria ser lançado no objeto com o número mais alto a seguir, e assim por diante, até que todos os tijolos sejam lançados. Isso dará a ele a mais alta pontuação. Se, em vez disso, ele escolher lançar um tijolo nos objetos excluídos por essa estratégia, sua pontuação será menor.

Portanto, a estratégia mais adequada, do ponto de vista do agente maximizador de utilidade, seria a escolha dos alvos que representassem números racionais maiores, a fim de atingir a maior soma final.

Em que pese as diversas críticas difundidas em relação à teoria da escolha racional, ela permanece como uma "*aproximação válida*" para compreender o comportamento de indivíduos que estão em circunstâncias similares, mesmo não sendo uma "*descrição totalmente fiel*" dos fenômenos estudados (MACKAAY; ROSSEAU, 2015, p. 37-38). O atraso científico das ciências sociais, em relação às ciências da natureza, é atribuível à recusa na utilização do modelo da *escolha racional* (Id., p. 31), o que denota a importância da teoria aludida.

A maximização está associada às escolhas, que podem ser simbolizadas em números reais em ordem crescente, de acordo com sua utilidade, o que se chama de *função de utilidade*. Considerando a limitação de recursos, a maximização da função de utilidade depende da *restrição de viabilidade* presente (COOTER; ULEN, 2010, p. 36-37). Nessa seara, *utilidade* quer dizer "o nível de felicidade ou satisfação que alguém obtém de suas condições [...] é uma medida de bem-estar e, segundo os utilitaristas, é o objetivo último de todas as ações públicas e privadas" (MANKIV, 2009, p. 425). A partir de Jeremy Bentham (1780, p. 4-*passim*), o cálculo da utilidade pode se dar sob a visão hedonista da maximização do prazer e ausência de sofrimento. A utilidade buscada pelo indivíduo não se limita a aspectos

materiais, podendo se tratar, por exemplo, de mera satisfação emocional. Por essa razão, as utilidades não são comparáveis em termos econômicos (GICCO JR., 2014, p. 26). Contudo, os economistas levam em consideração as preferências (valores subjetivos empregados), de acordo com a importância dada por cada agente, conforme bem ressaltado por Ronaldo Fiani (2002b, p. 33).

Presente o fato de que o indivíduo toma certas decisões, as quais, segundo a teoria da maximização racional, visam aumentar a utilidade, o agir estará diretamente ligado à quantidade de *informações* que estiverem em seu poder, assim como com os *incentivos* que concorrerem para a tomada de decisão (MACKAAY; ROSSEAU, 2015, p. 31-32). Não obstante, o indivíduo irá selecionar quais informações ou critérios irá utilizar para a tomada da decisão, uma vez que, mesmo de posse de toda a gama de informações existentes, o ser humano não sabe lidar com todas elas ao mesmo tempo, sendo esta restrição chamada por Herbert Simon de *racionalidade limitada* ou *bounded rationality* (1972, p. 172-*passin*; MACKAAY; ROSSEAU, 2015, p. 32-33).

Dentro do contexto de recursos limitados (escassos), em que as pessoas ou entes elegem prioridades, de acordo com a utilidade, erige-se o conceito de *custo de oportunidade*, ou seja, a medida daquilo que precisa ser sacrificado para sua obtenção (O´SULLIVAN; SHEFFRIN; NISHIJIMA, 2004, p. 9 e 22).

2.3 Eficiência como *standard* jurídico

Conforme Cooter e Ulen (2010, p. 37), os economistas têm o hábito profundamente arraigado de procurar *equilíbrio* entre os agentes maximizadores de utilidade, o qual seria o seu ponto de repouso, mesmo que não fosse almejado, uma vez que o objetivo efetivo é a maximização do resultado. Segundo os mesmos autores, o outro pilar fundamental da economia se distingue como *eficiência*, a qual pode assumir duas acepções. A primeira se refere à eficiência produtiva, relacionada à distribuição dos fatores de produção. A segunda diz com a *eficiência alocativa*, também chamada de *eficiência Pareto* (Id., p. 38), a qual será considerada, doravante.

O destaque à *eficiência* também é assinalado por Samuelson e Nordhaus (2012, p. 3), segundo os quais ela desponta como segunda ideia-chave em economia, atrás apenas da

escassez. Mesmo que se possa duvidar da eficiência como elemento a ser perseguido pelo jurista, não se pode ignorar que uma solução que acarrete em ganhos para os dois lados ou terceiros, é digna de consideração, a despeito da dogmática envolvida. Eis a premissa principal deste trabalho, a qual será considerada como **maximização de ganhos** e **minimização de custos** (SALAMA, 2008, p. 55). Coase (1960, p. 81), já ponderava nesse sentido, afirmando recomendável que os tribunais conhecessem as consequências econômicas de suas decisões:

> "...se as transações ocorrem sem custos, tudo o que importa (questões de justiça à parte) é que os direitos das partes devam estar bem definidos e os resultados das ações judiciais devam poder ser previstos com facilidade. Contudo, como vimos, a situação é muito diferente quando as transações no mercado são tão custosas a ponto de tornar difícil mudar a alocação de direitos estabelecida pelo sistema jurídico. Nesses casos, as cortes influenciam de maneira direta a atividade econômica. Desse modo, seria aparentemente desejável que as cortes tivessem os deveres de compreender as consequências econômicas de suas decisões e, na medida em que isso fosse possível sem que se criasse muita incerteza acerca do próprio comando da ordem jurídica, de levar em conta tais consequências ao exercerem sua competência decisória. Ainda quando se faz possível alterar a delimitação legal de direitos através das transações no mercado, é obviamente desejável reduzir a necessidade de tais transações e, assim, reduzir o emprego de recursos em sua realização. " (Grifou-se)

Há algumas alusões à eficiência no ordenamento jurídico pátrio. Além da referência constante do art. 37 da Constituição Federal[6], sobre os princípios da administração pública, também o Código de Processo Civil carrega a eficiência como umas das normas fundamentais nele contidas, ao cristalizar no seu art. 8º:

> Art. 8º Ao aplicar o ordenamento jurídico, o juiz atenderá aos fins sociais e às exigências do bem comum, resguardando e promovendo a dignidade da pessoa humana e observando a proporcionalidade, a razoabilidade, a legalidade, a publicidade e a **eficiência**. (BRASIL, Lei 13.105, 2015, art. 8º, grifou-se).

---

[6] Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...] (BRASIL, Constituição, 1988, art. 37).

Assim, a premissa mencionada não é totalmente estranha ao jurista brasileiro. Entretanto, em que pese a ideia de eficiência alocativa oriunda da Economia resulte em muitas aproximações com a ciência do Direito, há pouca utilização efetiva na prática dos tribunais até os dias atuais. Também não se pode negar as premissas do equilíbrio, simetria, igualdade, paridade, dentre outros, como vetores que constituem a base das relações definidas em Lei ou contrato. Nessa seara, pode-se mencionar a isonomia (Constituição Federal, art. 5º, *caput*[7]); a vedação ao enriquecimento ilícito (Código Civil, art. 884, *caput* [8]); a resolução por onerosidade excessiva (Código Civil, art. 478[9]); e a transação, mediante concessões mútuas (Código Civil, art. 840[10]); dentre outros.

Portanto, o valor da eficiência como *standard* jurídico se evidencia irrefutável, mesmo que não seja expressado em muitas das motivações jurídicas e não seja um valor-fim, mas meio (CARVALHO, 2013, p. 65); enseja grande pertinência e se coloca no entremeio axiológico de muitas celeumas jurídicas, sobretudo e especialmente no que tange às implicações das demandas empresariais e seus consectários, seara em que se coloca o presente estudo. Consoante destacado inicialmente, um dos objetivos do presente estudo é exatamente definir se o meio tradicional de garantia do Juízo da execução – depósito judicial – constituiu alocação ótima (eficiente) ou subótima para tal fim; e de que forma encontrar essa resposta.

---

7 Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: (BRASIL, Constituição, 1988, art. 5º).

8 Art. 884. Aquele que, sem justa causa, se enriquecer à custa de outrem, será obrigado a restituir o indevidamente auferido, feita a atualização dos valores monetários. (BRASIL, Lei 10.406, 2002, art. 884).

9 Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação. (BRASIL, Lei 10.406, 2002, art. 478).

10 Art. 840. É lícito aos interessados prevenirem ou terminarem o litígio mediante concessões mútuas. (BRASIL, Lei 10.406, 2002, art. 840).

2.4 Custo de oportunidade e *trade-off*

Como já visto, diante do cenário de recursos limitados (escassos), em que as pessoas ou entes elegem prioridades, de acordo com a utilidade, surge o princípio do *custo de oportunidade*, que nada mais é do que a medida daquilo que precisa ser sacrificado para sua obtenção (O´SULLIVAN; SHEFFRIN; NISHIJIMA, 2004, p. 9 e 22). Em outras palavras, o custo de oportunidade se refere ao custo econômico de uma alternativa que foi deixada de lado (COOTER; ULEN, 2010, p. 53). Ainda sobre o mesmo tema, pode-se afirmar que: "Em um mundo de escassez, a escolha de uma coisa significa abrir mão de qualquer outra. O valor do bem ou serviço perdido é o custo de oportunidade" (SAMUELSON; NORDHAUS, 2012, p. 13).

Trata-se de conceito fundamental, uma vez que "**Todos sabem que nenhuma empresa poderá subsistir, por muito tempo, se não obtiver lucro e se seus investimentos tiverem retorno compatível com o custo explícito e com o custo de oportunidade dos recursos financeiros utilizados**" (SOUSA, 2007, p. 6, grifo inserido). Nesse contexto, sopesada a função de utilidade para as empresas, certamente a eficiência (maximização de resultados e mitigação de custos) representa vetor da mais alta importância. Essa escolha e renúncia denomina-se *trade-off* (CARVALHO, 2013, p. 64). Quer dizer, "Toda escolha pressupõe um custo, um *trade off*, que é exatamente a segunda alocação factível mais interessante para o recurso, mas que foi preterida" (GICO JR., 2014, p. 19).

Exemplificativamente, pode-se mencionar a opção de investir em uma franquia que gere lucro líquido de R$50.000,00 anuais e demande o empenho de um capital de R$750.000,00, sendo R$350.000,00 correspondente a um imóvel e mais R$350.000,00 de capital de giro. À primeira vista, o negócio é gerador de um certo lucro líquido representativo de 6,66% do capital investido ao ano. Entretanto, considerada a alternativa que foi deixada de lado, qual seja, a locação do imóvel de R$350.000,00 e a aplicação financeira do capital de giro correspondente a outra metade investida, pode-se detectar que se o imóvel for locado a R$2.100,00 mensais, ou seja, 0,6% sobre o seu valor patrimonial e a importância pecuniária for investida em CDI (considerando a também hipotética incidência de 95% da SELIC em 12,25% ao ano), chega-se ao rendimento anual de R$65.931,25, ou seja, mais de 15% anuais a mais do que o investimento empregado no exemplificativo *franchising*.

Seguindo o *princípio do custo de oportunidade*, no exemplo citado, mesmo que a franquia criada gerasse lucro e desde que mantidas as outras variáveis constantes, ou seja, *ceteris paribus* (O´SULLIVAN; SHEFFRIN; NISHIJIMA, 2004, p. 7), o custo de oportunidade seria positivo. Outro exemplo ilustrativo, cunhado por Varian (1999, p. 343), é o da remuneração do dono da própria empresa, a qual deve ser considerada como insumo e comparada ao rendimento que seria auferido caso estivesse no mercado de trabalho, a fim de evidenciar qual seria o custo de oportunidade entre ambas. Para além disso, como bem apontado pelo mesmo economista norte-americano (1999, p. 211) a taxa de juros serve para medir o custo de oportunidade dos recursos, ou seja, baliza os meios alternativos para utilização do dinheiro. Dessa forma, um fluxo de pagamentos se presta à comparação para escolher a melhor alternativa, em patamares semelhantes em termos de segurança, tributos e liquidez.

Assinale-se, porém, que: "em economia, precisamos sempre 'ir além' do dinheiro para analisar os impactos reais das decisões alternativas" (SAMUELSON; NORDHAUS, 2012, p. 11). Logo, não apenas a variação econômica, ou monetária, por assim dizer, contempla todas as oscilações comparativas, podendo-se chegar a situações distintas se sopesadas características como a segurança, por exemplo.

2.5 Eficiência Pareto e Eficiência Kaldor-Hicks

A eficiência Pareto [11], também chamada de eficiência econômica ou eficiência alocativa (WESSELS, 2002, p. 159), encerra o entendimento no sentido de que a mudança na posição das partes somente se justifica se ao menos uma delas seja colocada em melhores condições. Em outras palavras, "Segundo esse padrão, uma melhoria deixa um indivíduo em melhor condição sem piorar a condição de qualquer outro indivíduo" (COOTER; ULEN, 2010, p. 456).

Pode-se dizer que uma solução é Pareto-eficiente quando não existe outra alternativa em que se possa melhorar a situação de um dos indivíduos sem piorar a de outro (GICO JR., 2014, p. 21); ou quando nenhuma outra melhoria Pareto seja mais possível de se realizar

[11] A expressão advém do criador da teoria, o economista italiano Vilfredo Pareto, 1848-1923 (VARIAN, 1999, p. 15).

(TIMM, 2014, p. 164). Assim, sempre que houver outra forma de melhorar a situação de alguém, sem prejudicar os demais, haverá ineficiência-Pareto. Em que pese a alocação possa ter pontos positivos, haverá a ineficiência-Pareto como ponto negativo (VARIAN, 1999, p. 15).

Portanto, é possível afirmar que **uma solução que não seja Pareto-eficiente desconsidera um custo de oportunidade**, quer dizer, deixa de adotar uma alternativa mais congruente com a eficiência alocativa. Um contrato bilateral, exemplificativamente, é o que resulta em prestações recíprocas equivalentes, ou seja, em obrigações que não geram enriquecimento de um dos contratantes, em detrimento de outro. Quando se postula uma indenização securitária, pretende-se restabelecer a condição do segurado, assegurada mediante a diluição dos riscos da carteira entre os demais. Esses tipos de instituições jurídicas, sem sombra de dúvida, remetem à eficiência paretiana. Nesse compasso, consoante Mackaay e Rosseau (2015, p. 405) o "escopo do contrato é permitir obter ganhos recíprocos para as duas partes (ganho de Pareto), um resultado ganha-ganha ou *win-win*".

Cumpre observar, ainda, que o excedente não aproveitado, ou seja, o resultado da alocação ineficiente, constitui peso morto, ou seja,

> "A distorção causada pela tributação (assim como pelo controle de preços ou pelos incentivos fiscais) é chamada de "peso morto", em outras palavras, perda do chamado excedente social – de forma mais simples, desperdício de recursos da sociedade" (CARVALHO, 2013, p. 153).

Impende ressaltar, de toda sorte, que a eficiência paretiana se resume à melhor alocação econômica, sem considerar outras premissas, como distribuição de renda ou justiça (VARIAN, 1999, p. 325).

Insatisfeitos com a eficiência Pareto, economistas desenvolveram a noção de *melhoria potencial de Pareto*, também chamada de *eficiência Kaldor-Hicks*, segundo a qual não necessariamente aceitável somente a melhoria na condição de uma das partes. A melhoria de uma delas e piora na situação de outra seria tolerável, **desde que aquela tivesse condições de indenizar esta**, em proporção (COOTER; ULEN, 2010, p. 64). Nessa esteira, um resultado ineficiente, sob o ponto de vista paretiano, ainda assim, poderia ensejar uma alocação eficiente, sob o crivo do critério Kaldor-Hicks (COPPETI NETO; MORAIS, 2011, p. 70; BOTELHO, 2016, p. 37), o que acontece quando:

> "...os **vencedores** de uma apontada situação deveriam ter lucrado mais do que os **perdedores** teriam perdido, ao ponto de poder compensá-los pelas suas perdas e, ainda assim, permanecer em um estado melhor do que se encontravam anteriormente" (COPPETI NETO; MORAIS, 2011, p. 70).

O critério Kaldor-Hicks se baseia na possibilidade de **compensação**, considerando que os custos com os prêmios serão inferiores aos benefícios gerados, levando todos a melhores posições. Os ganhos destinados a remunerar os perdedores e garantir o ganho aos vencedores ocasiona um equilíbrio ótimo a toda a sociedade, ou seja, é a visão de **maximização de riqueza**. Diferentemente, a eficiência paretiana admite possível, mas não necessário, o ganho para a sociedade, uma vez que afeta apenas as situações dos envolvidos (CASTELAR; SAADI, 2015, p. 18).

Necessário ressaltar que as relações entrepartes também podem gerar efeitos a terceiros, os quais são chamados de externalidades e podem tanto se tratar de um custo externo, quanto um benefício externo, ou seja, podem ser, respectivamente, tanto positivos ou negativos (COOTER; ULEN, 2010, p. 61). Para Coase (2016, p. 25), as externalidades podem ser concebidas como "efeitos da decisão de indivíduo sobre alguém que não é uma parte daquela decisão".

Nesse contexto, viável afirmar que o critério Kaldor-Hicks é fator potencial de promoção de externalidades positivas à sociedade. Por outro lado, a eficiência-Pareto não se prende a considerar as externalidades em sua formulação, sendo muitas vezes incapaz de servir de critério em certas situações com implicações jurídicas a terceiros, como é o exemplo da poluição prejudicial à sociedade e que não afeta somente a relação entre A e B (BOTELHO, 2016, p. 38).

Uma solução Pareto-eficiente, de acordo com o escopo ora perseguido, é suficiente para embasar as conclusões, não sendo necessário se socorrer ao critério Kaldor-Hicks para tanto. De toda sorte, sob a segunda ótica, também podem ser extraídas conclusões a respeito da eficiência ao se analisar o objeto visado, no que tange à potencial utilização das importâncias envolvidas em demandas judiciais em benefício das partes e não permanecendo em contas judiciais com rendimentos mitigados.

2.6 Custos de agência

Acerca da teoria da agência, o artigo seminal de Jensen e Meckling (*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 1976) aos quais é atribuída a origem desta teoria, no contexto da estrutura dos direitos de propriedade (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79), efetivamente traz contribuições luzidias entender o tema. Destacam-se as seguintes premissas a respeito da Teoria da Agência:

> *We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The* principal *can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities, of the agent. In addition in some situations it will pay the* agent *to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent's decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the "residual loss".*
> *We define* agency costs *as the sum of:*
> *(I) the monitoring expenditures by the principal,'*
> *(2) the bonding expenditures by the agent,*
> *(3) the residual loss.* (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308).

Observa-se que a relação de agência se qualifica como um contrato através do qual uma ou mais pessoas tidas por principal contratam outra (agente) para executar determinada tarefa. Como ambas as partes são maximizadoras de resultado, pode-se presumir que nem sempre o interesse do principal será atendido. Será necessário aplicar incentivos e haverá custos de monitoramento do agente. De qualquer modo, ocorrerão divergências nas decisões dos agentes em relação aos principais. O equivalente à redução do bem-estar do principal em face dessa divergência é chamado de **perda residual**.

O texto ainda remete à definição que Coase empreendeu sobre a firma como ficção legal que se qualifica como nexo de contratos, incluindo nesse escopo empresas propriamente ditas e também órgãos governamentais:

> *It is important to recognize that most organizations are simply legalfictions which serve as a nexus for a set of contracting relationships among individuals. This includes firms, non-profit institutions such as universities, hospitals and foundations, mutual organizations such as mutual savings banks and insurance companies and co-operatives, some private clubs, and even governmental bodies such as cities, states and the Federal government, government enterprises such as TVA, the Post Ofice, transit systems, etc.* (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 310).

Interessa ressaltar, nesse aspecto, que essa plêiade de contratos visa exatamente a equilibrar os interesses, muitas vezes conflitantes, dos sujeitos vinculados à firma (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 311). Dentro desse contexto, há um agente que pode adotar diversos comportamentos possíveis e afetar não só o seu próprio bem-estar, como também o de todos os *stakeholders*[12]. Além disso, nem sempre as ações são verificáveis pelo proprietário (BORGES; SERRÃO, 2005, p. 114).

Seguindo tais premissas, o Poder Judiciário também pode ser considerado agente estatal que administra a jurisdição para as partes do processo, ou seja, para aqueles cidadãos que "contratam" esse serviço, visando atingir certo resultado previsto em Lei. À atividade principal de prestar jurisdição, somam-se outras intrínsecas e acessórias, como por exemplo a regulação de serventias extrajudiciais (cartórios, tabelionatos, etc.), ou também a administração das importâncias pecuniárias depositadas em instituição financeira sob sua gerência.

A moderna teoria da empresa situa o administrador como maximizador do interesse pessoal. A exemplo dos demais agentes, procura a maior utilidade para si e, em muitas situações, em sentido colidente com os interesses da empresa, dos *shareholders*[13] e *stakeholders*. O Estado e seus agentes não são exceção, malgrado orientados por instituições próprias, teoricamente guiadas pelo interesse público, seu comportamento pode estar sujeito às mesmas falhas mencionadas acima. Nesse sentido, Cooter (2010, p. 280) referiu: "As

---

[12] "Qualquer pessoa, entidade ou sistema que afeta ou é afetado pelas atividades de uma organização. Partes interessadas" (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2015, p. 13).

[13] Acionistas.

organizações do Estado sofrem de 'problemas de agência' que fazem com que os meios formais de motivação tenham sua eficácia limitada", sugerindo "o surgimento de instituições formais eficientes dependa das instituições informais".

Vale consignar, por oportuno, o aspecto também destacado por Cooter (2010, p. 279-280), ao se fazer alusão ao emaranhado da burocracia estatal:

> "Franz Kafka, descreveu a administração estatal como um labirinto no qual cidadãos condenados vagam sem esperança de escapar. Kafka aparentemente acreditava que a burocracia governamental incorporaria a irracionalidade, definida como a busca de fins contraditórios por meios ineficientes. Quando o Estado constrói represas desnecessárias apenas para enriquecer fabricantes de cimento ou envia navios de guerra para executar tarefas que necessitariam apenas de um barco a remo, a irracionalidade da burocracia estatal nos horroriza tanto quanto horrorizara Kafka".

No entender de Cooter e Ulen (2010, p. 419), há uma relação de agente e principal nos processos judiciais, a partir das seguintes premissas: "No jogo, o principal decide se deve por um bem valioso sob o controle do agente e o agente decide se deve cooperar ou se apropriar. Em disputas jurídicas, os autores de ações colocam suas reivindicações sob o controle de seus advogados".

2.7 Heurística e Vieses

Diante de um cenário de limitação racional das informações disponíveis, as escolhas estão infensas a *falhas*, *heurísticas* e *vieses* (CARVALHO, 2013, p. 73). Nos moldes bem observados por Domingues (2016, p. 49-50), Amos Tversky e Daniel Kahneman foram os mais importantes cientistas sobre a matéria, especialmente pela *Prospect Theory*, vencedora do Prêmio Nobel de 2002. Segundo referidos autores, as decisões nem sempre ótimas dos agentes advêm de distorções de julgamentos (*vieses*) e atalhos mentais tendentes a simplificar problemas complexos (*heurística*). Conforme mencionado por Azevedo e Yeung (2015, p. 7), o viés pode ser entendido como algo oblíquo ou diagonal, que não segue o padrão ou sentido usual. Assim, haveria viés em decisões que não fossem "retas".

Acerca da tendência à manutenção do *status quo*, ainda que o agente tenha em mente a decisão mais eficiente, pode adotar outra alternativa, muitas vezes pela limitação decorrente

de escolhas tomadas no passado, ou seja, em função de *dependência da trajetória* ou *path dependence,* conforme define Douglass North (1992, p. 15-*passin*). Ainda, de acordo com Bueno (2004, p. 801):

> Como a evolução institucional de qualquer sociedade é dependente da trajetória (*path dependent*), as formas mais democráticas de instituições políticas e econômicas nunca de fato chegaram a prevalecer sobre as relações pessoalizadas e patrimonialistas em todos os níveis da sociedade brasileira, mas particularmente nas relações entre Estado e sociedade.

No campo da economia institucional, diz-se que "as escolhas realizadas no momento de formação das instituições e das políticas exercem um efeito de constrangimento sobre o seu futuro desenvolvimento em razão da tendência inercial das instituições que bloquearia ou dificultaria subsequentes mudanças" (BERNARDI, 2012, p. 137), sendo este contexto traduzido como *path dependence*.

Douglass North é considerado mentor do conceito de *path dependence* como característica do desenvolvimento de instituições, tendo trazido, como exemplo, o direito medieval da Espanha, acerca da possibilidade de os pastores de ovelhas impedirem o fechamento de terras cultivadas. No caso, o desenvolvimento de direitos eficientes de propriedade teria sido atrasado em função do direito à livre movimentação dos rebanhos (NORTH, 1981, p. 150-151). Nesse contexto, não causa estranheza o fato de North apontar como caso claro de *path dependence* a formação das instituições políticas e dos Estados nacionais, na história da América:

> ...a América do Norte foi colonizada efetivamente no século em que a disputa entre a Coroa britânica e o Parlamento estava se resolvendo, com a tolerância no Reino Unido sendo reproduzida nas colônias e com o conseqüente crescimento do poder político das assembléias e garantia dos direitos de propriedade. Já na América espanhola, a conquista se deu no momento em que as cortes de Castela estavam em decadência e o poder se concentrava nas mãos dos monarcas. A conseqüência foi controle burocrático centralizado, com o resultante estímulo ao desvio de recursos econômicos, da produção para a captura da máquina estatal. Essa diferença no processo de formação histórica condicionaria a história dos países da região até o presente (Id., p. 101-102).

As decisões podem depender, ainda, de uma série de outras circunstâncias, dentre as quais: a aversão ao risco; a disposição em manter as coisas como estão (*inertia*); o sentimento

de apego (*endowment effect*); a forma com que as questões são apresentadas (*framing*); ou até mesmo a *sunk cost,* ou seja, a insistência em escolhas ruins (DOMINGUES, 2016, p. 49-50).

Carvalho (2013, p. 74-75) ainda menciona as seguintes categorias: a tendência de fazer aquilo que outras pessoas fazem (imitação); a formulação de estimativas a partir do valor inicial que é dado (ancoragem); estimativa de frequência de um evento com base na última lembrança disponível (disponibilidade); como também a representatividade, ou seja, a predisposição ao uso de padrões associados a informações captadas do ambiente.

Em que pese passível de críticas, um aspecto comportamental central foi diagnosticado por Bentham (1780, p. 4-*passin*), segundo o qual as decisões humanas estão essencialmente lastreadas na maximização da felicidade e do prazer e na mitigação da dor e do sofrimento. A assertiva foi contestada por Frank H. Knight (1936*,* p. 2), uma vez que na vida real, os indivíduos nem sempre norteiam suas preferências pelo prazer imediato, ao invés do sofrimento.

> ...despendemos tanta energia para encrencarmos quanto para sair das encrencas e, de qualquer modo, o suficiente para nos mantermos eficientemente encrencados.... Aquele que não tem nada com que se preocupar imediatamente se ocupa em criar alguma coisa, entra em um jogo eletrizante, se apaixona, se prepara para conquistar algum inimigo, ou caçar leões ou ir ao Polo Norte...

Efetivamente, no entender de Coase (2017, p. 5), o fator mais determinante na escolha individual é o mecanismo de preços, em sentido amplo, a despeito até mesmo da maximização da utilidade.

2.7.1 Risco e Incerteza

É certo que as pessoas adotam certos vieses para tomar suas decisões e seu comportamento nem sempre é produzido de maneira racional, pelo menos aparentemente. Nesse contexto, as circunstâncias que têm sido estudadas para apoiar as decisões correlatas são risco e incerteza. Em suma, o risco teria suas possibilidades de resultado aferíveis, enquanto que a incerteza não possibilitaria tal previsão (CARVALHO, 2013, p. 99).

No entender de Andrade (2011, p. 172-*passin*) enquanto o *risco* seria mensurável, a *incerteza* não seria mensurável. A incerteza é identificada não com o conhecimento

probabilístico, mas sim com "a ausência de conhecimento probabilístico" (LAWSON, 1988, p. 48).

Ao se considerar que o mote desta pesquisa é a avaliação da eficiência de um fundo de investimento mobiliário e os custos de oportunidade envolvidos, risco e incerteza ostentam evidente importância. Segundo Spolavori (2015, p. 11), "Para mensurar o risco de um ativo, é necessário observar seu comportamento no passado, obter a média, variância e desvio padrão de seus retornos. Quando maior for a variação história dos retornos proporcionados por esse ativo, maior será seu risco, pois menor será a certeza em relação à remuneração...".

Sob outra ótica, a tomada de decisões estaria situada em dois mundos, o "mundo da ordem" e o "mundo da inspiração", sendo este último impossível de prever o resultado. Não obstante,

> "...a materialização inesperada de possibilidades futuras não previamente imaginadas, conhecíveis somente ex post, torna o prognóstico preciso das ações humanas uma tarefa vã e talvez inútil. Em outras palavras, o 'mundo da ordem' é condicionado e governado pelos humores do 'mundo da inspiração'". (ANDRADE, 2011, p. 182-183).

Distingue-se, ainda, nesse campo, a probabilidade, como uma forma de conhecimento (e não uma incerteza) sobre o futuro (ANDRADE, 2011, p. 184).

2.8 A importância das instituições para o Direito e para o mercado

Atribui-se a Coase, em artigo publicado em 1937, "A natureza da firma", a concepção da empresa como pertencente ao sistema econômico em si e que se justificaria a partir da existência de *custos de transação no mercado* ou simplesmente *custos de transação* (LANA; PIMENTA, 2017, p. 4; BUENO, 2004, p. 781). Efetivamente, no segundo capítulo da referida obra, refere-se:

> ...a operação de um mercado tem seus custos e, ao estabelecer uma organização e permitir que alguma autoridade (um "empresário") direcione os seus recursos, são economizados determinados custos de mercado. O empresário precisa executar sua função a menores custos, considerando o fato de que pode obter os fatores de produção a custo inferior aos oferecidos pelas transações de mercado que substitui, porque é sempre possível reverter ao mercado aberto caso fracasse sua missão.
> [...]

> Uma firma, portanto, consiste no sistema de relações que passa a existir quando o direcionamento dos recursos depende de um empresário. (COASE, 2017, p. 41-42).

Posteriormente, em 1960, o próprio Coase, ao tentar refutar o ponto de vista de Pigou, extraído da obra "*Economics of Welfare*", resolveu tratar sobre o "o problema do custo social" e, em artigo com esse título, acabou se tornando o precursor do movimento que acabou desencadeando a *Law and Economics* (MACKAAY, ROUSSEAU, 2015, p. 202; LANA; PIMENTA, 2017, p. 4). Na oportunidade, Coase rechaçou as conclusões de Pigou a respeito da forma de resolver um problema com externalidades geradas em um caso de poluição, solução de que acabou ficando conhecida como Teorema de Coase e pode ser assim sintetizada:

> ...O custo da poluição não integra os custos que entram no cálculo da empresa. O bem ou fator de produção (aqui o meio ambiente) não é apropriado perfeitamente: o poluidor o "toma" sem ser proprietário e sem pagar. Produz a um custo menor do que o custo real. A verdade dos preços não é respeitada, e os atores econômicos orientam mal suas decisões de produção e de consumo, fiando-se no preço. Para restabelecer a verdade dos preços, Pigou preconiza regras de responsabilidade ou, também, – intervenção mais direta – impostos ditos "pigouvianos" ou, eventualmente, subvenções ou uma forma de regulamentação impostas ou acordadas com aqueles que criam as externalidades negativas. Essa conclusão constituiu a ortodoxia dos economistas até 1960.
> Coase intuiu que tal conclusão se impunha menos do que Pigou nela acreditava. Refletindo sobre a questão, pareceu-lhe que as externalidades constituíam, no fundo, diferenças relativas aos usos correntes e incompatíveis de um recurso que se tornara escasso. Espetacularmente, concluiu que a solução a que as partes chegariam para resolver tais diferenças não depende da forma pela qual os direitos são atribuídos, mas é sempre a utilização mais valorizada (a mais proveitosa) a que prevalecerá. Se a parte que deseja empreender não tem, no início, o direito de seu lado, ela o "adquire" e indeniza a outra parte, garantindo para si certo lucro. O inverso não é verdadeiro porque a outra parte, cuja utilização é menos rentável, seria incapaz de indenizar a primeira pela perda do lucro que sofreria se devesse se privar da exploração em questão. A regra de responsabilidade, ou outra regra corretiva, que Pigou considerava essencial, seria desnecessária para fazer respeitar a veracidade dos preços. (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 202).

A forma de equacionar o problema imaginada por Coase não se distancia do critério de eficiência Kaldor-Hicks, uma vez que culmina com a compensação dos prejuízos causados aos terceiros (externalidades negativas), em decorrência da intervenção de empresa poluidora. Coase explicitou a simetria do problema, ou seja, não apenas o poluidor interfere na órbita de interesse da suposta vítima, como também esta avança na atividade do primeiro. Assim, a

despeito da configuração dos direitos "de propriedade" (sob o ponto de vista econômico), deve prevalecer o uso mais valorizado, o qual está baseado no mecanismo de preços do mercado (MACKAAY; ROUSSEAU, 2015, p. 203).

Nesse contexto, "As sociedades que mais se desenvolvem ao longo do tempo, portanto, são as que conseguem construir mecanismos institucionais que reduzem os custos das transações realizadas pelos indivíduos em uma economia de mercado" (BUENO, 2004, p. 782). Assim, também é viável afirmar que desenvolvimento está intrinsecamente ligado à mitigação dos custos de oportunidade e conformidade, como qualquer tipo de custo, em geral. Logo, as sociedades, quanto mais se desenvolvem, mais dependem de instituições dotadas de sofisticação. Nesse sentido, Cooter (Id., p. 319) acentua:

> "Nos países onde as instituições jurídicas são fracas, a cooperação econômica, em geral, envolve pessoas com vínculos pessoais, especialmente parentes e amigos. No exemplo de Jacarta, o empresário reúne todo o pessoal necessário para produzir determinado produto em uma única fábrica, onde seus parentes podem monitorar o comportamento de todos. A maioria das pessoas, porém, não possui parentes e amigos em quantidade suficiente para atingir a escala de atividade comercial que a afluência econômica exige. O correto direito de propriedade e de contratos reduz o custo de monitoração e amplia a cooperação para os estranhos, o que favorece uma produção distribuída, organizações maiores e mercados mais amplos".

Ocorre que as relações se estabelecem em um cenário onde há assimetria informacional, tanto maior for a região ou a dispersão cultural existente. Assim, instituições eficazes propiciam menores custos (de transação, conformidade e oportunidade) e, via de consequência, facilitam a celebração de negócios e a alocação ótima de recursos.

À medida em que empresas e países vão se desenvolvendo, mais estarão infensos a negociar com desconhecidos e assimetria de informação aumenta. Somente através de instituições sólidas se pode assegurar confiança às transações e aumentá-las quanti e qualitativamente, possibilitando trocas entre pessoas que sejam próximas, do ponto de vista familiar ou territorial, de outras, muitas vezes até desconhecidas.

> ...a compatibilização entre o interesse egoísta dos indivíduos e a maximização do bem-estar coletivo, que supostamente a economia de mercado garante, é ainda hoje o argumento retórico principal dos políticos e economistas conservadores. O ponto dos novos institucionalistas é que os mecanismos que promovem a cooperação entre os indivíduos não emergem espontaneamente, como deixa implícito a metáfora da mão invisível.
> **Para que a cooperação inerente ao funcionamento de uma economia de mercado possa ocorrer de forma sistemática os indivíduos precisam**

> **confiar naqueles com os quais estão negociando ou, na falta dessa confiança pessoal, nas instituições que induzem ou restringem o comportamento individual em favor da cooperação**. (BUENO, 2004, p. 784, grifo inserido).

Nessa esteira, vale destacar, ainda:

> A estrutura fornecida pelo direito deve garantir que os agentes realizem suas trocas até que atinjam um ponto de equilíbrio, ou seja, até que os custos associados a cada troca se equiparem aos benefícios auferidos, momento a partir do qual as trocas não mais ocorrerão [...]. Este ponto de equilíbrio pressupõe que tenham sido eliminados todos os desperdícios, ou seja, que todas as possibilidades de trocas benéficas tenham se esgotado. (RIBEIRO; ROCHA, 2016, p. 165-166).

A importância das instituições, tais como as leis e o Judiciário, para o desenvolvimento econômico, é amplamente defendida por Ronald Coase, Douglas North e Oliver Williamson, no âmbito da teoria neo-institucionalista (PINHEIRO, 2008, p. 22).

2.9 Dogmática acerca da garantia do Juízo da Execução

No processo civil pátrio, na hipótese de ajuizamento de uma execução aparelhada em um título executivo e de o Devedor pretender se opor, mesmo em parte, à pretensão executória, deve promover a garantia do Juízo da execução, ou seja, oferecer bens suficientes a servir de lastro em caso de eventual insucesso de sua insurgência. Em qualquer caso, seja de pagamento ou de garantia do Juízo, quando há dinheiro disponível, se adotou a prática de depositá-lo em uma conta bancária vinculada ao processo, nos moldes regulamentados por cada Corte, ficando nesse local consignado até o momento de sua liberação, decorrente do pagamento ao Credor ou pela devolução ao Devedor, caso obtenha êxito no seu pleito.

Não obstante a similitude com o processo civil, na seara do processo do trabalho, no que concerne à segurança do Juízo da execução, há, ainda, previsão de depósito recursal previsto como requisito de admissibilidade a recursos interpostos, a teor da dicção do art. 899

e parágrafos da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT)[14]. Seguindo o mesmo caminho, o depósito prévio destinado ao preenchimento de requisito de admissibilidade de ação rescisória, que pode ser posteriormente convertido em multa em prol do Demandado, de acordo com o resultado da contenda, conforme aludem os artigos 968, inciso II do Código de Processo Civil[15] e 836, *caput* da Consolidação das Leis do Trabalho[16], também enseja depósito em conta judicial de 5% e 20% sobre o valor da causa, respectivamente.

O ponto em comum entre todas as hipóteses mencionadas é a utilização de uma conta de instituição bancária credenciada em Juízo que passa a ser gerenciada pelo Judiciário e cujas importâncias sofrerão atualização monetária com base em indexadores definidos por legislação específica.

---

[14] Art. 899 - Os recursos serão interpostos por simples petição e terão efeito meramente devolutivo, salvo as exceções previstas neste Título, permitida a execução provisória até a penhora.
§ 1º Sendo a condenação de valor até 10 (dez) vêzes o salário-mínimo regional, nos dissídios individuais, só será admitido o recurso inclusive o extraordinário, mediante prévio depósito da respectiva importância. Transitada em julgado a decisão recorrida, ordenar-se-á o levantamento imediato da importância de depósito, em favor da parte vencedora, por simples despacho do juiz.
§ 2º Tratando-se de condenação de valor indeterminado, o depósito corresponderá ao que fôr arbitrado, para efeito de custas, pela Junta ou Juízo de Direito, até o limite de 10 (dez) vêzes o salário-mínimo da região.
§ 4º - O depósito de que trata o § 1º far-se-á na conta vinculada do empregado a que se refere o art. 2º da Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966, aplicando-se-lhe os preceitos dessa Lei observado, quanto ao respectivo levantamento, o disposto no § 1º.
§ 5º - Se o empregado ainda não tiver conta vinculada aberta em seu nome, nos termos do art. 2º da Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966, a empresa procederá à respectiva abertura, para efeito do disposto no § 2º.
§ 6º - Quando o valor da condenação, ou o arbitrado para fins de custas, exceder o limite de 10 (dez) vêzes o salário-mínimo da região, o depósito para fins de recursos será limitado a êste valor.
§ 7° No ato de interposição do agravo de instrumento, o depósito recursal corresponderá a 50% (cinquenta por cento) do valor do depósito do recurso ao qual se pretende destrancar.
§ 8° Quando o agravo de instrumento tem a finalidade de destrancar recurso de revista que se insurge contra decisão que contraria a jurisprudência uniforme do Tribunal Superior do Trabalho, consubstanciada nas suas súmulas ou em orientação jurisprudencial, não haverá obrigatoriedade de se efetuar o depósito referido no § 7° deste artigo. (BRASIL. Decreto-Lei 5.452, 1943, art. 899).

[15] Art. 968. A petição inicial será elaborada com observância dos requisitos essenciais do art. 319, devendo o autor:
II - depositar a importância de cinco por cento sobre o valor da causa, que se converterá em multa caso a ação seja, por unanimidade de votos, declarada inadmissível ou improcedente. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 968).

[16] Art. 836. É vedado aos órgãos da Justiça do Trabalho conhecer de questões já decididas, excetuados os casos expressamente previstos neste Título e a ação rescisória, que será admitida na forma do disposto no Capítulo IV do Título IX da Lei no 5.869, de 11 de janeiro de 1973 – Código de Processo Civil, sujeita ao depósito prévio de 20% (vinte por cento) do valor da causa, salvo prova de miserabilidade jurídica do autor. (BRASIL. Decreto-Lei 5.452, 1943, art. 836).

2.9.1 Princípio da efetividade e menor onerosidade ao Devedor

A penhora constitui, per se, uma agressão ao patrimônio do Devedor, visando satisfazer uma obrigação, ou seja, perfectibilizar o adimplemento de maneira forçada. Contudo, a penhora está adstrita a bens suficientes ao pagamento, como também na utilidade prática da intervenção patrimonial, na esteira dos artigos 831[17] e 836[18] do CPC (DIDIER JR., 2017, p. 854-855). Logo, a penhora não poderá ultrapassar o valor da dívida e acessórios, como também não será levada a efeito caso não acarrete em resultado prático mínimo em relação ao *quantum* devido.

Nesse contexto, o procedimento executório está presidido por regras que privilegiam, de um lado, segundo o interesse do Credor, e, de outro, o modo menos gravoso de constrição, matéria que já constava dos vetustos artigos 612[19] e 620[20] do CPC de 1973. Mencionadas regras foram reeditadas pelo novo Código de Processo Civil, Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, em seus artigos 797[21] e 805[22].

Note-se que o parágrafo único[23] do art. 805 do CPC facultou ao Devedor especificar bens "mais eficazes e menores onerosos" (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 805), ou seja, privilegiou, ao mesmo tempo, o modo menos gravoso ao que tem o ativo penhorado, como

---

17 Art. 831. A penhora deverá recair sobre tantos bens quantos bastem para o pagamento do principal atualizado, dos juros, das custas e dos honorários advocatícios. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 831).

18 Art. 836. Não se levará a efeito a penhora quando ficar evidente que o produto da execução dos bens encontrados será totalmente absorvido pelo pagamento das custas da execução. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 836).

19 Art. 612. Ressalvado o caso de insolvência do devedor, em que tem lugar o concurso universal (art. 751, III), realiza-se a execução no interesse do credor, que adquire, pela penhora, o direito de preferência sobre os bens penhorados. (BRASIL. Lei 5.869, 1973, art. 612).

20 Art. 620. Quando por vários meios o credor puder promover a execução, o juiz mandará que se faça pelo modo menos gravoso para o devedor. (BRASIL. Lei 5.869, 1973, art. 620).

21 Art. 797. Ressalvado o caso de insolvência do devedor, em que tem lugar o concurso universal, realiza-se a execução no interesse do exequente que adquire, pela penhora, o direito de preferência sobre os bens penhorados. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 797).

22 Art. 805. Quando por vários meios o exequente puder promover a execução, o juiz mandará que se faça pelo modo menos gravoso para o executado. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 805).

23 Parágrafo único. Ao executado que alegar ser a medida executiva mais gravosa incumbe indicar outros meios mais eficazes e menos onerosos, sob pena de manutenção dos atos executivos já determinados. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 805)

também a maneira correspondente ao interesse do Credor, notadamente a mais eficaz (eficiente) em relação à execução.

Correto afirmar que o princípio da menor onerosidade não constitui cláusula geral de proteção do executado (*favor debitoris*), uma vez que está dirigida à adequação do *meio* e não do *resultado* a ser alcançado no processo. Logo, não autoriza medidas como a redução do valor executado, parcelamento ou abatimento de encargos moratórios, por exemplo (DIDIER JR., 2017, p. 78-79). Com efeito, em se tratando de princípio destinado a regular a forma e não o resultado da execução, estará fortemente imbricada com o modo com que se promove a garantia do Juízo da execução. Nesse sentido, o modo *menos gravoso* deve ser também *eficaz* (DIDIER JR., 2017, p. 79). O que a norma processual visa garantir é consecução dos atos executórios pela forma que propicie menor gravame ao Devedor, desde que cumprido o desiderato da efetividade da execução, notadamente o adimplemento da obrigação. Logo, desde que atinja seu objetivo, a execução se dará da forma que onere da forma menos acentuada possível o Devedor.

Por outro lado, o princípio da efetividade persegue uma solução eficiente do processo, não apenas do ponto de vista formal, mas material. Assim, a execução está orientada pela busca da efetiva satisfação da pretensão do exequente. Tanto é assim que a função jurisdicional,

> "No conhecimento, [...] é essencialmente intelectiva, ao passo que no de execução se manifesta, de maneira preponderante, através de atos *materiais*, destinados a modificar a realidade sensível, afeiçoando-a, na medida do possível, aquilo que, segundo o direito, ela deve ser". (MOREIRA, 2012, p. 205).

Portanto, na execução, são compatibilizados os interesses de credores e devedores, de molde a oportunizar o adimplemento perseguido pelo exequente da forma menos gravosa ao executado. Assim, desde que atendida a pretensão executiva, deve ser privilegiada a forma que demande menor oneração ao Devedor.

2.9.2 Caráter preferencial da gradação legal

Para o caso do depósito prévio à ação rescisória, assim como para o depósito recursal trabalhista, há um ato voluntário do depositante em disponibilizar o numerário à ingerência do Juízo, vinculado ao ato recorrer ou de ajuizar a ação mencionada. Contudo, na hipótese de pagamento ou garantia do Juízo, a Lei Processual prevê uma ordem que *prioriza* dinheiro, a despeito da intenção do obrigado.

Conforme previa o art. 655 do Código de Processo Civil de 1973, quando definida a ordem de preferência de bens expropriáveis pela Lei Adjetiva, a pecúnia figurava em primeiro lugar, colocando-se de forma alternativa, "dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira"[24]. Por outro lado, os valores mobiliários foram arrolados no inciso X[25] do referido dispositivo.

Já a nova codificação processual civil modificou de maneira importante a gradação de bens, inserindo ativos mobiliários para a terceira opção, notadamente no inciso III, do art. 835[26] (que antes constava do antes mencionado inc. X, art. 655), ou seja, galgou sete posições na gradação legal de bens passíveis de constrição. Eis a ordem preferencial estatuída pelo CPC dos bens passíveis de constrição:

> Art. 835. A penhora observará, **preferencialmente**, a seguinte ordem:
> I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;
> II - títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado;
> III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;
> IV - veículos de via terrestre;
> V - bens imóveis;
> VI - bens móveis em geral;

---

[24] Art. 655. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira; (BRASIL. Lei 5.869, 2015, art. 655).

[25] Art. 655. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
[...] X - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado; (BRASIL. Lei 5.869, 2015, art. 655).

[26] Art. 835. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem: [...] III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado; (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

> VII - semoventes;
> VIII - navios e aeronaves;
> IX - ações e quotas de sociedades simples e empresárias;
> X - percentual do faturamento de empresa devedora;
> XI - pedras e metais preciosos;
> XII - direitos aquisitivos derivados de promessa de compra e venda e de alienação fiduciária em garantia;
> XIII - outros direitos. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835, grifos inseridos)

A ordem legal foi taxativamente prevista como *preferencial*, ou seja, não se trata de rol estanque e fechado, podendo ser adotada a solução mais adequada ao caso concreto, respeitado o interesse do Credor e a menor onerosidade ao Devedor, conforme abordado doravante.

Não obstante, a previsão do § 1º[27] do mencionado art. 835 revela aparente antinomia com o *caput* do próprio dispositivo, assim como com os artigos 797 e 805, todos da nova codificação processual, em face da prioridade relegada à penhora em dinheiro. Entretanto, a interpretação sistemática das referidas normas depõe no sentido da efetiva observância *preferencial* da ordem, podendo ser relativizada, a partir da especificidade de cada caso concreto.

Agregue-se, nesse sentido, que a previsão do § 1º do art. 835 do Código de Processo Civil não se revela absoluta, a partir também de interpretação sistemática das normas do CPC, conduz a outra conotação com relação à prioridade expressada no dispositivo. Isso porque, tanto a expressão "preferencialmente" encontrada no *caput* do art. 835, como a premissa da *menor onerosidade* do art. 805 do mesmo diploma legal, são fundamentos a rechaçar suposta prioridade absoluta do dinheiro.

Reforçando o *caráter preferencial* delegado à ordem penhorável dos bens listados no rol legal estatuído no art. 655 do CPC/73 e revitalizado pelo art. 835 do CPC/2015, pode-se mencionar, a título ilustrativo, Dinamarco (2009, p. 361-362): "a *mens* do art. 655 consiste na fixação de uma ordem preferencial para a penhora de bens [...] essa ordem legal, preferencial que é, não constitui um sistema de escolhas rígidas"; Theodoro Júnior (2014, p. 316), segundo o qual: "O texto renovado do art. 655 afina-se com a jurisprudência ao estatuir 'a penhora

---

[27] § 1º É prioritária a penhora em dinheiro, podendo o juiz, nas demais hipóteses, alterar a ordem prevista no *caput* de acordo com as circunstâncias do caso concreto. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

observará, preferencialmente', a gradação da lei (e não obrigatória ou necessariamente)"; ou ainda, Bueno (2012, p. 278), para quem "o art. 655, *caput* [...] expressamente flexibiliza a regra que disciplina. Ele próprio faz alusão a que a ordem por ele estabelecida seja observada 'preferencialmente'". Tanto é assim que a regra se destina a ser obedecida no momento da indicação feita pelo credor e não necessariamente ao tempo da nomeação feita pelo Devedor (NERY JR., 2016, p. 835).

É bem verdade, ademais, em que pese o anteriormente mencionado § 1º do art. 835 *priorize* a constrição pecuniária, a regra é diversas vezes mitigada pela própria codificação, como bem destacado por Fredie Didier Jr. (2017, p. 856-857), nas hipóteses do art. 805[28] (escolha do bem penhorado pelo credor não se revelar abusiva); art. 835, § 3º[29] (negócio jurídico processual típico); art. 190, *caput*[30] (negócio jurídico processual atípico); e art. 835, § 2º[31] (penhora de seguro garantia judicial ou fiança bancária equiparáveis a dinheiro). No sentido preconizado, refira-se, ainda:

> **Admite-se, de tal sorte, a justificação da escolha dentro dos parâmetros (i) da facilitação da execução e sua rapidez, e (ii) da conciliação, quanto possível, dos interesses de ambas as partes [...]. Não há mais a regra rigorosa que outrora declarava *ineficaz* a nomeação fora da ordem legal (art. 656), de maneira que dúvida não há de se ter que o direito de escolher o bem a penhorar dentro da gradação do Código não é *absoluto*, mas *relativo*;** (THEODORO JÚNIOR, 2014, p. 316-317, grifou-se).

Nesse contexto, somente a desobediência *injustificada* à ordem legal preconizada no art. 835 induziria à substituição pelo bem prioritariamente considerado (DIDIER JR., 2017, p. 858), razão pela qual dúvidas não há quanto à flexibilidade da ordem preferencial, a qual deve

---

[28] Art. 805. Quando por vários meios o exequente puder promover a execução, o juiz mandará que se faça pelo modo menos gravoso para o executado. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 805).

[29] § 3º Na execução de crédito com garantia real, a penhora recairá sobre a coisa dada em garantia, e, se a coisa pertencer a terceiro garantidor, este também será intimado da penhora. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

[30] Art. 190. Versando o processo sobre direitos que admitam autocomposição, é lícito às partes plenamente capazes estipular mudanças no procedimento para ajustá-lo às especificidades da causa e convencionar sobre os seus ônus, poderes, faculdades e deveres processuais, antes ou durante o processo. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 190).

[31] § 2º Para fins de substituição da penhora, equiparam-se a dinheiro a fiança bancária e o seguro garantia judicial, desde que em valor não inferior ao do débito constante da inicial, acrescido de trinta por cento. (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

servir à especificidade de cada caso concreto, considerados os vetores da menor onerosidade ao devedor, como também do interesse do credor.

2.9.3 Fundos de investimento mobiliários

Para Araújo (2015, p. 24), o sistema financeiro, que engloba o mercado de capitais, representa as seguintes atividades:

> "(i) O mercado de crédito, em que se efetuam os financiamentos a curto e médio prazos, do consumo corrente e dos bens duráveis, e do capital de giro das empresas;
> (ii) O mercado de câmbio, em que se realizam as operações que envolvem a necessidade de conversão de moedas estrangeiras em moedas nacionais e vice-versa;
> (iii) O mercado monetário, em que se realizam as operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos; e, enfim,
> (iv) O mercado de capitais, definido como o lugar 'onde são efetuados os financiamentos do capital de giro e do capital fixo das empresas e das construções habitacionais. É neste mercado que está concentrada a maior parte das operações das instituições financeiras não monetárias; os financiamentos são, basicamente, de medido e longo prazos, e até mesmo de prazo indeterminado, como as operações do mercado de ações que se constitui em um segmento deste mercado".

A posição do mercado de capitais como vetor de ótima alocação de recursos é defendida, sob o prisma de investidores por excelência (institucionais), como os fundos de pensão:

> "O desenvolvimento do mercado de capitais, muitas vezes mencionado como um fim em si mesmo, é na realidade apenas um meio mais eficiente de alocação da poupança, exercendo o papel econômico do aumento da produtividade do fator capital e um meio de melhor distribuição da riqueza, exercendo um papel social, pois permite a participação dos trabalhadores, por meio da alocação de sua poupança, no crescimento econômico do país". (SÁ, 2010, p. 8).

No âmbito do mercado de capitais, valor mobiliário é um ativo cuja definição não é simples. Eizrik, Gaal, Parente, *et al* (2011, p. 25-26), arrolam como elementos principais deste instituto: (a) a inexistência de valor intrínseco; (b) não se tratarem de bens produzidos ou

fabricados, mas sim emitidos para comercialização; e (c) embora sejam fungíveis, cada título possui características díspares entre si.

O diploma legal que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Lei n° 6.385, de janeiro de 1976, incluiu expressamente quotas de fundos no rol de atividades por ela reguladas. Não obstante, contemplou, de forma genérica, outros títulos ofertados publicamente "que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros", conforme disposto no art. 2º, inciso IX, da Lei n° 6.385 (BRASIL. Lei 6.385, 1976, art. 2°).

A operação no mercado de capitais veicula ao público em geral, essencialmente, a participação em variados negócios das entidades emissoras, que serão remunerados sob a forma de dividendos ou de acordo com as quotas de cada integrante. Ou seja, sob esta égide, a companhia ou sociedade empresária que cria a rubrica, não está obrigada a devolver os recursos dos investidores, o que dependerá dos resultados das atividades desenvolvidas (ARAÚJO, 2015, p. 25).

Pavia (2016, p. 21) afirma que os fundos de investimentos são veículos de investimento coletivo e sua origem remota advém dos *investment trusts* criados na Inglaterra, em função da ideia de unir recursos destinados a um investimento. O primeiro fundo desse tipo criado no Brasil se chamou Crescinco e foi administrado pela Companhia de Empreendimento e Administração (IBEC), subsidiária da empresa norte-americana *International Basic Economy Corporation*, quando não havia sequer enquadramento legal para sua criação, a saber, em 1957 (PAVIA, 2016, p. 34-35). Desde então, a doutrina tem procurado definir a natureza jurídica de aludidos tipos de fundos, ora no sentido da existência de propriedade condominial; propriedade fiduciária; ou até mesmo da configuração de uma verdadeira sociedade empresária (Id., Ibid.). No entanto, as duas primeiras hipóteses são rechaçadas, primeiro, pela inexistência de direitos reais sobre os títulos mobiliários (inexistência de condomínio); segundo, pela inexistência de ativos registrados em nome de administrador (próprias da propriedade fiduciária). Assim, o fundo de investimento mobiliário mais se aproxima de um tipo de sociedade empresária (Id., p. 51-52; PIRES, 2015, p. 48).

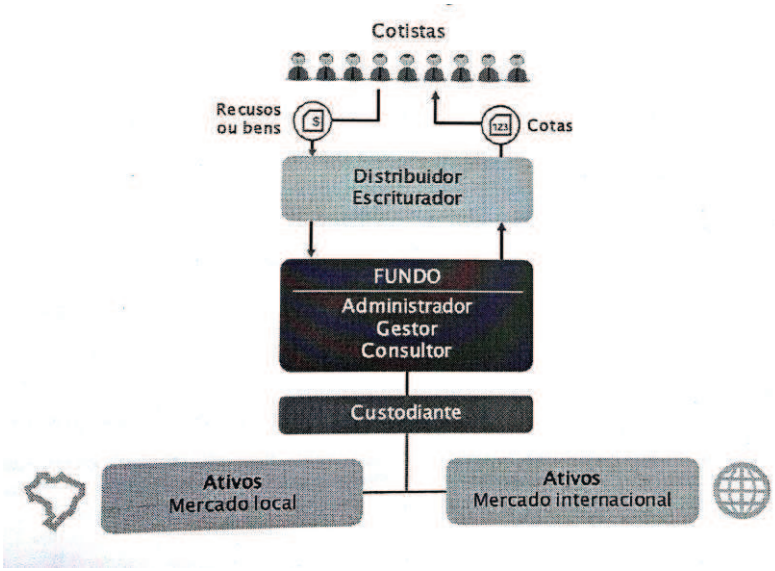
Conforme destacado por Pires (2015, p. 51), os fundos de investimento estariam consentâneos com o conceito legal de sociedade, no sentido de contribuir com bens e serviços para o exercício da atividade econômica, mediante a contribuição pecuniária do quotista ao

fundo. O gestor, por sua vez, desempenha a atividade econômica com o objetivo de proporcionar rendimentos aos quotistas.

Atualmente, a matéria está regulada pela Instrução CVM n° 555, de 17 de dezembro de 2014. No seu art. 3º, o fundo de investimento está definido como "...uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros". (BRASIL, Resolução CVM n° 555, 2014, art. 3°).

A dinâmica do fundo de investimento pode ser sintetizada na figura a seguir:

Figura 1 – Estrutura do fundo de investimento



Fonte: PAVIA, 2016, p. 89.

Conforme se pode perceber, as importâncias investidas retornam sob o rótulo de quotas, sendo que os ativos são levados ao mercado, pretendo a melhor performance de remuneração, de acordo com a composição da carteira de cada fundo de investimento.

Para constituição de um fundo de investimento, a Instrução CVM 555 prevê a necessidade de instruir o pedido em consonância com seu art. 8º, contendo as seguintes informações e documentos indispensáveis:

> Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:
>
> I – regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;

> II – declaração do administrador do fundo de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação vigente;
>
> III – os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;
>
> IV – declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 78, se for o caso, e de que estes se encontram à disposição da CVM;
>
> V – nome do auditor independente;
>
> VI – inscrição do fundo no CNPJ; e
>
> VII – lâmina de informações essenciais, elaborada de acordo com o Anexo 42 desta Instrução, no caso de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados. (BRASIL, Instrução CVM n° 555, 2014, art. 8°).

O próprio dispositivo mencionado acima prevê a necessidade da formulação de um regulamento próprio e a indicação de um administrador e de auditor independente. O administrador é o responsável pela administração da carteira e do fundo, conforme o art. 2º, I, Instrução CVM 555 (BRASIL, 2014). Ainda há previsão de atuação de uma agência de classificação de risco, de acordo com o art. 2º, II da Instrução CVM 555 (BRASIL, 2014). Além disso, é autorizado ao administrador a contratação dos serviços previstos no art. 78, § 2º da referida Resolução:

> § 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados:
>
> I – gestão da carteira do fundo;
>
> II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84;
>
> III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;
>
> IV – distribuição de cotas;
>
> V – escrituração da emissão e resgate de cotas;
>
> VI – custódia de ativos financeiros;
>
> VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e

> VIII – formador de mercado. (BRASIL, Instrução CVM n° 555, 2014, art. 2°).

Outro aspecto importante definido na Resolução CVM nº 555 diz com a classificação dos fundos de acordo com a composição da carteira de investimentos, consoante definido no art. 108:

> Art. 108. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em:
>
> I – Fundo de Renda Fixa;
>
> II – Fundo de Ações;
>
> III – Fundo Multimercado; e
>
> IV – Fundo Cambial. (BRASIL, Instrução CVM n° 555, 2014, art. 108).

Aludida divisão define a alocação dos ativos vinculados ao fundo, em relação ao tipo de investimento, critério que repercute sobre o risco a que os recursos estarão submetidos. Para caracterização como fundo de renda fixa, os ativos deverão estar atrelados conforme segue:

> Art. 113. O fundo classificado como "Renda Fixa" que atenda às condições abaixo deve incluir, à sua denominação, o sufixo "Simples":
>
> I – tenha 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:
>
> a) títulos da dívida pública federal;
>
> b) títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal;
>
> c) operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal ou em títulos de responsabilidade, emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que, na hipótese de lastro em títulos de responsabilidade de pessoas de direito privado, a instituição financeira contraparte do fundo na operação possua classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àquela atribuída aos títulos da dívida pública federal; (BRASIL, Instrução CVM n° 555, 2014, art. 113).

Nota-se, para o caso do fundo de investimento de renda fixa, a carteira deve estar composta, substancialmente, por ativos conservadores, infensos a riscos muito baixos, atrelados a títulos da dívida pública federal.

A principal característica dos ativos de renda fixa é o conhecimento do valor do resgate no início do prazo da aplicação, ou seja, nesse caso, sabe-se "o que irá receber, no resgate da aplicação, um rendimento determinado" (BERGER, 2015, p. 4). O mesmo autor classifica os títulos da dívida emitidos pelo governo como os de menor risco de mercado, mencionando os preços dos *Treasury Bonds* do governo norte-americano como critério para definição do custo de oportunidade na precificação dos ativos nos Estados Unidos da América (Id., p. 60).

Os títulos da dívida pública federais brasileiros mais utilizados são: Letra do Tesouro Nacional - LTN, Letra Financeira do Tesouro - LFT, Nota do Tesouro Nacional, série "B" - NTN-B e Nota do Tesouro Nacional, série "F" - NTN-F (Ibid., p. 28). Os títulos da dívida pública têm seu risco mitigado a ponto de a Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, do Conselho Monetário Nacional, autorizar a alocação de 100% dos ativos de Entidades de Previdência nesta modalidade.[32]

Acerca do fundo de investimento objeto do presente estudo, no quanto importa, se enquadra na categoria de renda fixa e, consequentemente, tem seus ativos atrelados ao risco mais baixo do mercado.

---

[32] Art. 8º Na aplicação dos recursos de que trata este Regulamento, devem ser observados os seguintes limites e ativos admitidos:
I - até 100% (cem por cento) no somatório dos seguintes ativos:
a) títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna;
b) créditos securitizados pela Secretaria do Tesouro Nacional;
c) cotas de fundos de investimento, constituídos sob a forma de condomínio aberto, cujas carteiras estejam representadas exclusivamente pelos títulos referidos nas alíneas "a" e "b" deste inciso, dos quais as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar ou os resseguradores locais sejam os únicos cotistas e as em vigor (Fundo de Índice de Títulos Públicos), conforme regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários; cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento com tais características, ressalvadas as disponibilidades de caixa permitidas pela regulamentação em vigor (Fundo de Investimento Especialmente Constituído de Títulos Públicos); e
d) cotas de fundos de investimento admitidas à negociação no mercado secundário por intermédio de bolsa de valores cujas carteiras de ativos financeiros visem refletir as variações e rentabilidade de índice de renda fixa composto exclusivamente pelos títulos referidos nas alíneas "a" e "b" deste inciso, ressalvadas as disponibilidades de caixa permitidas pela regulamentação em vigor (Fundo de Índice de Títulos Públicos), conforme regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários; (BRASIL, Resolução CMN n° 4.444, 2015, art. 8°, grifou-se).

2.10 Investidores Institucionais

É preciso enfatizar, ainda, por constituir um dos elementos a serem segregados no presente estudo, a caracterização do que seja investidor institucional, a fim de delimitar o espectro de abrangência de empresas ou entidades que podem conferir maior segurança quando da utilização de fundos de investimento para segurança do Juízo da execução. Sob a perspectiva indicada, o investidor institucional se distingue do investidor eventual por promover a gestão profissional de *recursos provenientes de poupança contratual* (AGUSTINHO; RIBEIRO, 2011, p. 377), sendo geralmente instituições de previdência privada, seguradoras e mesmo certos tipos de investimento.

Nesse contexto, importa evidenciar se tratarem de entes cujas reservas compõem lastro financeiro considerável, o que possibilita a alocação de determinadas quantias em fundos de investimento destinados a servir a finalidades específicas, como a garantia do Juízo da execução, sem riscos relevantes a eventuais credores destas quantias.

Os investidores institucionais são tidos como investidores profissionais, por administrar recursos oriundos de poupança de terceiros. Extraem-se disso duas situações. A primeira a necessidade do atingimento de metas atuariais (caso de seguradoras e entidades de previdência complementar) a possibilitar fazer frente a compromissos contratuais (com segurados e participantes). A outra é a existência de recursos vultosos, de maneira a não comprometer a segurança quanto à solvabilidade do ativo colocado à disposição do Juízo da execução.

O investidor institucional, não obstante, é tipo como peça importante do mercado, dentre outros aspectos, por (a) fortalecer o mercado de capitais; (b) aumentar o volume de negócios de valores mobiliários; (c) permitir estruturar mercados de crédito de longo prazo, com consequente redução do custo do capital; (d) viabilizar a pequenos poupadores investirem seus recursos; (e) canalizar para ativos financeiros recursos normalmente não destinados a tal escopo (AGUSTINHO; RIBEIRO, 2011, p. 378). Nesse sentido, considerando o montante de recursos administrador pelos investidores institucionais, constituem importante instrumento de financiamento e consequente fomento a outras empresas, mormente pelo manejo de recursos via mercado de capitais.

3 METODOLOGIA

De há muito a comunidade jurídica aspira por transformações do ponto de vista da pesquisa. Até os dias atuais, ainda impera a visão míope, segundo a qual a pesquisa em Direito pode se limitar à mera retórica, a discussões escolásticas, com fim em si mesmas. Não que o Direito não seja uma ciência autônoma e com carga teórica profusa. Contudo, a efetiva produção de conhecimento parece ter evoluído pouco no cenário jurídico e isso não se vislumbra apenas no Brasil. Conforme King e Lee (2013, p. 14 e seguintes), os norte-americanos parecem estar enfrentando a mesma necessidade de reconstrução no âmbito epistemológico. Com efeito, os referidos autores estadunidenses, falando sobre a realidade local, se defrontam com cenário parecido com aquele enfrentado no Brasil.

Em que pese não se pretenda, nesse momento, apontar causas desse panorama, é relevante invocar alguns elementos sintomáticos a esse respeito (Idem, p. 15 e 11):

> Uma das fontes do problema quase certamente está no treinamento que os professores de direito recebem, e na perspectiva geral do mundo acadêmico que daí resulta. Enquanto um Ph.D. é ensinado a submeter sua hipótese preferida a todos os testes e fontes de dados concebíveis, procurando todas as evidências possíveis contra sua teoria, um advogado é ensinado a compilar todas as evidências em prol de sua hipótese e desviar a atenção de qualquer coisa que possa ser vista como informação contraditória.
>
> Como resultado, os leitores aprendem informações consideravelmente menos precisas sobre o mundo empírico do que as conclusões, estridentemente anunciadas, mas demasiadamente confiantes, sugerem.

Nesse contexto, representa um movimento vanguardista a criação de mestrados profissionais em Direito e o caminho trilhado no sentido de privilegiar a pesquisa efetivamente científica no âmbito jurídico pela instituição envolvida no presente estudo.

O trabalho que se aspira vem ao encontro de tais premissas, buscando aquilo que os referidos autores da América do Norte (Id., p. 8 e 11), ao pautar a pesquisa empírica, revelam:

> ...a correta aplicação das regras de inferência leva à construção da verdade, ao passo que as técnicas de persuasão, ensinada nas faculdades de direito, levam a uma versão da verdade.
>
> O que faz uma pesquisa ser empírica é que seja baseada em observações do mundo – em outras palavras, *dados*, o que é apenas um termo para designar fatos sobre o mundo. Esses fatos podem ser históricos ou contemporâneos, ou baseados em legislação ou jurisprudência, ou ser o resultado de

> entrevistas ou pesquisas, ou os resultados de pesquisas auxiliares arquivísticas ou de coletas de dados primários.

No mesmo sentido da necessidade de privilegiar a adoção de métodos capazes de buscar a comprovação das inferências, Popper (1980, p. 5) já declarara:

> É um truque típico do adivinhador fazer predições tão vagas que dificilmente falham: elas se tornam irrefutáveis.
>
> Apesar dos esforços sérios de alguns de seus fundadores e seguidores, a teoria marxista da história tem ultimamente adotado essa mesma prática de adivinhadores. Em algumas de suas formulações anteriores (como, por exemplo, análise de Marx sobre o caráter da "revolução social vindoura"), as predições eram "testáveis" e foram refutadas. Mas em vez de aceitar as refutações, os seguidores de Marx reinterpretaram a teoria e a evidência para fazê-las concordar entre si. [...] Provocaram, assim, uma "distorção convencionalista" destruindo-lhe as anunciadas pretensões a um padrão científico.

Na esteira do acima preconizado, se quer buscar maior precisão com o problema aventado, se apoiando em levantamento bibliográfico, de dados numéricos e qualitativos, tentando evidenciar se a adoção de outros meios para a segurança do Juízo, tais como fundos mobiliários, representariam alocar de maneira mais eficiente os recursos geridos por investidores institucionais, conduzindo a efeitos benéficos às partes, sopesada também sua utilidade marginal.

Almeja-se, portanto, mediante a exploração de dados (de fontes primárias ou secundárias) observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, demonstrar que a forma tradicional para garantia do Juízo da execução (depósito pecuniário) vai de encontro à eficiência alocativa.

Assim, será considerado como mote um fundo mobiliário criado por Entidade voltada ao mercado de previdência privada (estudo de caso), objetivando o alcance de suas metas atuariais definidas em Lei e se encarando com a aparente mitigação do rendimento de seus recursos quando deslocados para demandas judiciais, visando tentar a utilização do ativo com melhor remuneração do mercado, em fundo mobiliário equiparado aos demais meios tradicionalmente empregados, no que tange ao interesse do credor.

Logo, em se tratando de pesquisa substancialmente empírica, baseada em dados de inferência, a análise será demonstrada e baseada em dados concretos (jurimetria) extraídos, essencialmente, dos bancos específicos disponibilizados pelos sítios oficiais do Superior Tribunal de Justiça (www.stj.jus.br) e Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul

(www.tjrs.jus.br), no período aventado, com vistas a demonstrar as inferências aperfeiçoadas no trabalho.

A pesquisa estatística será efetivada em referidos meios eletrônicos veiculadas através dos sítios oficiais dos referidos tribunais foi desenvolvida, essencialmente, por meio de busca pelos seguintes indexadores (palavras-chave) “fundo de investimento”, “penhora”, “valores mobiliários”, “garantia do Juízo” e “gradação legal”.

Dentre as técnicas de jurimetria escolhida, a pesquisa se baseia em estudo de caso a respeito do fundo mobiliário especificado. Não obstante, o estudo de caso está associado a estatística descritiva (correlações), mediante a reunião de dados concretos da realidade, avaliados através de percentuais, médias e medianas (YEUNG, 2016, p. 136).

4 COLETA, SISTEMATIZAÇÃO E APRESENTAÇÃO DOS DADOS

A servir de base às conclusões pretendidas, em primeiro lugar, foi utilizada **população de cerca de 129 (cento e vinte e nove) processos judiciais** em tramitação perante o Judiciário do Rio Grande do Sul, nos quais houve nomeação de ativo mobiliário como garantia do Juízo da execução. O primeiro caso considerado data de 2011, sendo este o marco inicial. O marco final (última demanda considerada) é maio de 2017.

Os referidos processos estão identificados pela numeração, substituído o último algarismo por "x", assim como omitindo-se as demais informações individuais. De toda sorte, vale registrar que os dados pesquisados, em sua totalidade, são de acesso público, mediante ingresso em sítios dos tribunais mencionados e em demandas com informações públicas passíveis de acesso *in loco* a qualquer interessado, em face do princípio da publicidade dos atos processuais, insculpido no art. 189, *caput*, primeira parte, do CPC[33].

Sobre esta base, foram coletados os dados caso a caso, desde a nomeação até sua manutenção ou eventual substituição em decorrência de decisão judicial de primeira ou segunda instâncias.

Não obstante, foram pesquisados acórdãos e decisões monocráticas proferidas pelo Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS) e Superior Tribunal de Justiça (STJ), não necessariamente vinculados aos processos anteriormente mencionados, que apreciaram a viabilidade jurídica da nomeação de fundo de investimento mobiliário para garantia do Juízo em execuções.

A pesquisa efetuada através dos sítios oficiais dos referidos tribunais foi desenvolvida, essencialmente, através dos indexadores (palavras-chave) "fundo de investimento", "penhora", "valores mobiliários", "garantia do Juízo" e "gradação legal".

A partir da pesquisa com os referidos indexadores, foram encontrados na base de dados informatizadas do sítio do TJRS (www.tjrs.jus.br), aproximadamente, **96 julgados** tratando da matéria, dos quais foram selecionadas **45 decisões julgando agravos de instrumento e agravos internos**, excluindo-se decisões proferidas em recursos incidentais, como embargos de declaração, por falta de pertinência temática.

---

[33] Art. 189. Os atos processuais são públicos, todavia tramitam em segredo de justiça os processos: (BRASIL, Lei 13.105, 2015, art. 189).

Através do endereço virtual do STJ (www.stj.jus.br) foram listadas **130 decisões monocráticas e quatro acórdãos**, três deles representativos de controvérsia, ou seja, proferidos visando uniformização de jurisprudência. Entre as decisões monocráticas, foram também excluídas aquelas proferidas em embargos de declaração, uma vez que não tratavam do objeto visado, se limitando a aspectos processuais irrelevantes na espécie, remanescendo tão somente 23 casos.

Verificou-se que as decisões mais remotas a respeito do assunto foram proferidas em 2008, no âmbito do TJRS; e a partir de 2011, pelo STJ; razão pela qual serão estes serão considerados como termos iniciais da pesquisa, para cada caso.

4.1 Hipóteses de observação

Há duas hipóteses de observação que serão consideradas. Do ponto de vista da eficiência proporcionada a quem se utiliza da nomeação do fundo de investimento, também relevando a eficiência alocativa sob o ângulo do Credor (que anuiu ou discorda da nomeação do fundo). Por outro lado, do ponto de vista do Estado, através das decisões judiciais que acolhem ou desacolhem a nomeação do ativo para os devidos fins.

O primeiro elemento a ser sopesado se refere ao montante nomeado à penhora nos casos selecionados e o período em que esteve empregado como garantia do Juízo, dados que vão servir para verificar o quantitativo envolvido e que está sintetizado na tabela a seguir.

Tabela 1 – Demandas judiciais objeto de nomeação à penhora e aceitação do fundo de investimento mobiliário (paradigma)

Processo nº	Comarca	Vara	Valor nomeado	Termo inicial	Termo final
001/1.05.2319211-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 2.859.307,88**	21/05/2012	Atual
001/1.05.2400404-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 2.428.684,02**	11/11/2015	Atual
001/1.15.0022917-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 35.626,96**	04/05/2015	Atual
001/1.15.0022961-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 35.626,96**	04/05/2015	Atual
001/1.14.0232689-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 8.887,94**	11/02/2015	Atual
001/1.15.0081049-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 9.767,16**	22/07/2015	Atual
001/1.11.0047350-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 173.872,03**	19/08/2013	Atual
022/1.05.0007265-X	Pelotas	1ª Vara Cível	**R$ 30.670,98**	10/12/2011	03/03/2017
001/1.12.0056179-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 133.609,96**	31/03/2016	Atual
001/1.12.0057450-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 102.513,61**	23/09/2014	Atual
001/1.14.0098811-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 995.601,77**	20/09/2016	Atual

001/1.12.0102551-X	Porto Alegre	11ª Vara Cível	**R$ 82.602,97**	02/05/2014	Atual
001/1.11.0131063-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 91.876,71**	16/05/2013	Atual
001/1.12.0127184-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 152.778,75**	08/12/2014	Atual
001/1.14.0160041-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 490.676,57**	30/10/2014	Atual
001/1.14.0163359-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 465.516,23**	18/11/2014	Atual
001/1.14.0163465-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 362.591,36**	30/10/2014	Atual
001/1.12.0164178-X	Porto Alegre	17ª Vara Cível	**R$ 110.364,89**	26/11/2015	Atual
001/1.11.0197612-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 52.936,87**	07/11/2016	Atual
001/1.11.0198948-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 106.182,03**	20/04/2015	Atual
001/1.15.0178391-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 44.160,44**	07/12/2015	Atual
001/1.15.0178635-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 33.394,54**	15/12/2015	Atual
001/1.15.0179228-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 36.999,49**	25/02/2016	Atual
001/1.15.0180356-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 35.457,93**	15/12/2015	Atual
001/1.11.0217839-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 165.493,69**	09/06/2016	Atual
022/1.05.0027956-X	Pelotas	3ª Vara Cível	**R$ 6.126,33**	20/10/2015	Atual
001/1.11.0227374-X	Porto Alegre	7ª Vara Cível	**R$ 21.583,82**	10/07/2013	Atual
001/1.11.0253440-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 129.882,63**	05/04/2014	Atual
001/1.14.0255540-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 109.013,89**	17/11/2014	Atual
001/1.14.0257728-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 9.680,58**	26/11/2014	Atual
001/1.11.0279407-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 123.681,17**	29/09/2015	Atual
001/1.11.0302597-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 27.469,23**	12/08/2016	Atual
001/1.14.0076309-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 37.506,99**	16/04/2014	Atual
001/1.14.0076308-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 15.588,59**	16/04/2014	Atual
001/1.14.0076310-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 38.358,36**	16/04/2014	Atual
001/1.11.0324541-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 402,47**	05/06/2015	03/03/2017
001/1.12.0305577-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 7.888,56**	21/07/2016	Atual
001/1.11.0345593-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 11.119,02**	17/08/2015	Atual
001/1.11.0352985-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 21.683,96**	11/08/2016	Atual
001/1.08.0066036-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 452.186,81**	08/06/2014	Atual
001/1.05.0067312-X	Porto Alegre	1ª Vara Cível	**R$ 26.638,12**	22/01/2014	Atual
001/1.10.0071764-X	Porto Alegre	9ª Vara Cível	**R$ 163.596,75**	02/08/2013	Atual
001/1.10.0072448-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 171.734,95**	27/08/2012	Atual
001/1.10.0073790-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 1.818,44**	13/11/2012	Atual
001/1.07.0075533-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 15.608,37**	10/10/2011	Atual
001/1.06.0081316-X	Porto Alegre	16ª Vara Cível	**R$ 44.932,29**	26/06/2014	Atual
001/1.08.0085562-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 144.085,25**	05/09/2014	Atual
001/1.08.0088057-X	Porto Alegre	9ª Vara Cível	**R$ 23.693,22**	08/09/2015	Atual
001/1.08.0089924-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 34.772,12**	11/06/2012	Atual
001/1.10.0093571-X	Porto Alegre	1ª Vara Cível	**R$ 68.563,54**	07/05/2014	Atual
001/1.09.0107301-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 1.519,09**	25/09/2015	Atual
001/1.06.0107753-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 291.043,19**	08/10/2015	Atual
001/1.14.0142492-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 201.724,88**	08/07/2014	Atual
001/1.14.0149992-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 160.316,24**	17/07/2014	Atual
001/1.14.0147128-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 156.246,56**	12/09/2014	Atual
001/1.14.0144514-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 136.961,19**	17/10/2014	Atual

001/1.06.0114036-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 2.454.999,23**	20/01/2015	Atual
001/1.10.0116532-X	Porto Alegre	11ª Vara Cível	**R$ 4.112,81**	29/01/2014	Atual
001/1.10.0116746-X	Porto Alegre	1ª Vara Cível	**R$ 18.083,85**	19/05/2014	Atual
001/1.08.0119672-X	Porto Alegre	7ª Vara Cível	**R$ 50.070,37**	06/08/2013	Atual
001/1.07.0123548-X	Porto Alegre	19ª Vara Cível	**R$ 255.926,71**	29/04/2015	Atual
001/1.07.0123937-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 171.277,56**	30/10/2012	Atual
001/1.08.0126523-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 11.926,96**	29/05/2012	16/03/2017
001/1.08.0127888-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 24.035,83**	27/04/2015	Atual
001/1.10.0132092-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 32.080,90**	01/09/2014	Atual
001/1.10.0140805-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 26.915,87**	19/10/2015	Atual
001/1.06.0140829-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 4.025,29**	25/10/2011	Atual
001/1.07.0144235-X	Porto Alegre	3ª Vara Cível	**R$ 10.318,54**	25/02/2012	Atual
001/1.09.0144943-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 19.805,34**	24/02/2013	Atual
001/1.10.0162394-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 5.968,55**	19/06/2015	Atual
001/1.09.0174510-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 6.214,85**	29/05/2015	Atual
001/1.05.0184632-X	Porto Alegre	13ª Vara Cível	**R$ 110.666,24**	27/08/2015	Atual
001/1.09.0208598-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 64.496,14**	05/04/2013	Atual
001/1.10.0208686-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 40.775,44**	17/04/2014	Atual
001/1.05.0216392-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 116.300,44**	23/08/2012	Atual
001/1.07.0231506-X	Porto Alegre	1ª Vara Cível	**R$ 26.127,61**	23/07/2012	Atual
001/1.10.0235099-X	Porto Alegre	7ª Vara Cível	**R$ 37.856,80**	01/10/2012	Atual
001/1.06.0252626-X	Porto Alegre	4ª Vara Cível	**R$ 51.797,01**	17/06/2013	Atual
001/1.10.0259689-X	Porto Alegre	10ª Vara Cível	**R$ 10.441,19**	25/08/2014	Atual
001/1.09.0262526-X	Porto Alegre	9ª Vara Cível	**R$ 55.522,70**	24/10/2013	Atual
001/1.07.0263107-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 123.256,06**	15/06/2012	Atual
001/1.06.0267413-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 174.656,50**	10/08/2015	Atual
001/1.10.0292135-X	Porto Alegre	14ª Vara Cível	**R$ 21.058,78**	30/05/2012	Atual
001/1.09.0311926-X	Porto Alegre	14ª Vara Cível	**R$ 117.517,32**	23/03/2015	Atual
001/1.09.0316363-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 5.986,69**	19/06/2013	Atual
001/1.09.0351331-X	Porto Alegre	4ª Vara Cível	**R$ 899.047,84**	13/01/2012	Atual
001/1.05.0607624-X	Porto Alegre	6ª Vara Cível	**R$ 74.476,05**	05/10/2011	Atual
001/1.10.0321978-X	Porto Alegre	15ª Vara Cível	**R$ 87.170,40**	17/07/2013	Atual
001/1.06.0140821-X	Porto Alegre	5ª Vara Cível	**R$ 2.054.692,11**	28/11/2012	Atual
001/1.08.0039306-X	Porto Alegre	8ª Vara Cível	**R$ 2.262,91**	24/08/2015	Atual
001/1.07.0182752-X	Porto Alegre	9ª Vara Cível	**R$ 1.263.617,78**	16/01/2017	Atual
001/1.15.0197588-X	Porto Alegre	12ª Vara Cível	**R$ 22.286,88**	30/11/2016	Atual
001/1.16.0162907-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 172.431,08**	16/02/2017	Atual
001/1.16.0143787-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 189.209,39**	07/12/2016	Atual
001/1.15.0149509-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 236.162,14**	03/10/2016	Atual
001/1.15.0148745-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 523.605,97**	18/08/2016	Atual
038/1.13.0000693-X	Vacaria	2ª Vara Cível	**R$ 35.386,13**	03/10/2016	Atual
001/1.06.0115427-X	Porto Alegre	18ª Vara Cível	**R$ 1.987.576,71**	15/04/2016	Atual
			Total: R$ 23.300.775,32		

Fonte: dados da pesquisa

Pode-se observar que há expressivo montante alocado no fundo de investimento, notadamente R$ 23.300.775,32, o qual não teve sua remuneração atrelada à incidência de encargos de depósitos judiciais, mas sim ao tipo de indexação previsto no regulamento do fundo de investimento, por sua vez, adequado à política de investimentos dos ativos administrados pelo investidor institucional, como também às exigências regulatórias de órgãos como a PREVIC, CVM, dentre outros. A média de todas as importâncias oferecidas como garantia do Juízo para o fundo mobiliário paradigma representou, no período analisado, a importância de R$ 237.763,01, com uma mediana equivalente a R$ 52.366,94.

Por outro lado, foram localizadas somente 28 demandas em que o bem foi expressamente indeferido e, via de consequência, resultou em substituição por dinheiro, o que está sintetizado a seguir:

Tabela 2 - Demandas judiciais objeto de nomeação à penhora e rejeição do fundo de investimento mobiliário (paradigma)

Processo nº	**Tipo**	**Comarca**	**Vara**
001/1.05.1639945-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	14ª Vara Cível
001/1.12.0007191-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	1ª Vara Cível
001/1.05.2357884-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	5ª Vara Cível
001/1.05.2399018-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	5ª Vara Cível
029/1.10.0004548-X	Ação Ordinária	Santo Ângelo	1ª Vara Cível
001/1.14.0164672-X	Execução de Sentença	Porto Alegre	13ª Vara Cível
001/1.14.0164905-X	Execução de Sentença	Porto Alegre	13ª Vara Cível
001/1.14.0165388-X	Execução de Sentença	Porto Alegre	13ª Vara Cível
001/1.11.0253460-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	17ª Vara Cível
001/1.10.0056104-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	17ª Vara Cível
001/1.05.0093622-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	4ª Vara Cível
001/1.05.0105960-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	5ª Vara Cível
001/1.10.0115645-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	6ª Vara Cível
001/1.10.0143337-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	17ª Vara Cível
001/1.09.0178607-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	4ª Vara Cível
001/1.09.0251269-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	1ª Vara Cível
001/1.10.0276180-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	4ª Vara Cível
001/1.05.0617388-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	17ª Vara Cível
001/1.15.0179889-X	Execução de Sentença	Porto Alegre	12ª Vara Cível
001/1.05.0228974-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	16ª Vara Cível
001/1.12.0108581-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	1ª Vara Cível
001/1.11.0028975-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	13ª Vara Cível
001/1.10.0132267-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	3ª Vara Cível
001/1.05.2301049-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	5ª Vara Cível
001/1.08.0138541-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	6ª Vara Cível
022/1.05.0246330-X	Ação Ordinária	Pelotas	5ª Vara Cível
001/1.07.0213083-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	2ª Vara Cível
001/1.07.0062838-X	Ação Ordinária	Porto Alegre	2ª Vara Cível

Fonte: dados da pesquisa

Considerando o universo de processos em que houve nomeação à penhora, da população considerada de 129 feitos, ao contrário do que se pudesse supor inicialmente, a aceitação – mesmo que de uma forma tácita, ou seja, sem motivação decisória específica – foi substancialmente superior ao indeferimento.

Conforme se infere da Tabela 1, o fundo de investimento mobiliário acabou sendo recepcionado em 101 processos e empenhou nesse tipo de ativo a substancial quantia de R$ 23.300.775,32.

4.2 Decisões proferidas pelo Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS)

No âmbito do Tribunal de Justiça Estadual do RS, a pesquisa pelos indexadores propostos resultou na localização de 90 (noventa) recursos, dos quais 45 (quarenta e cinco) abordaram o mérito da nomeação de fundo mobiliário para garantia do Juízo e os demais foram desconsiderados por se limitarem a apreciar aspectos formais.

Os colegiados prolatores das referidas decisões foram as colendas 1ª, 2ª, 5ª, 6ª, 11ª e 24ª Câmaras Cíveis da Corte, sendo que o maior número de julgados adveio das Câmaras componentes do 3º Grupo Cível, notadamente a 5ª e a 6ª Câmara Cível, que aprecia feitos relacionados a previdência complementar e direito privado não especificado.

Foram catalogados os argumentos centrais utilizados pelos julgadores nas decisões examinadas, formulando-se uma legenda com seis tipos de motivação invocados pelos prolatores das decisões, a saber:

Tabela 3 – Fundamentos das decisões oriundas do TJRS

1	Desobediência à ordem da gradação legal sem justificativa
2	Princípio do interesse do Credor
3	Ofensa ao princípio da menor onerosidade ao Devedor não configurada
4	Inviabilização do funcionamento da Devedora não demonstrada
5	Prejuízo a associados da Devedora não demonstrado
6	Ausência de liquidez e certeza das quotas de fundo de investimento

Fonte: dados da pesquisa

O resultado da totalidade dos recursos culminou com a rejeição da nomeação do fundo de investimento como meio de garantir o Juízo da execução, havendo apenas um voto vencido

em sentido contrário, proferido nos autos do agravo de instrumento n° 70070774120 (BRASIL, 2016).

A maior parte dos julgadores se ateve ao argumento de n° 1, qual seja, à desobediência injustificada à gradação legal, ocorrendo em 43 (quarenta e três) casos, conforme se infere da tabela abaixo:

Tabela 4 – Fundamentos das decisões oriundas do TJRS (percentuais)

Fundamento	Recorrência	% do total
1	43	95,55
2	37	82,22
3	20	44,44
4	5	11,11
5	1	2,22
6	1	2,22

Fonte: dados da pesquisa

As decisões foram proferidas entre os anos de 2008 a 2016, sendo praticamente a metade dos casos (23) ocorrida entre os anos de 2015 e 2016, ou seja, logo antes da definição do Tema n° 913, pelo Superior Tribunal de Justiça, a respeito da matéria.

Em todos os casos analisados pelo TJRS, as demandas envolviam investidores institucionais, no caso, entidades fechadas de previdência complementar ou instituições bancárias.

4.3 Decisões proferidas pelo STJ

No que tange ao Superior Tribunal de Justiça, a pesquisa pelos indexadores propostos resultou na localização de **130 (centro e trinta) decisões monocráticas e quatro acórdãos**, entre os quais três representativos de controvérsia. Entre as decisões monocráticas, foram encontradas **23 (vinte e três)** abordando o mérito da nomeação de fundo mobiliário para garantia do Juízo e as demais acabaram sendo desconsideradas, por se limitarem a apreciar aspectos formais ou tratarem de execuções fiscais, sob a égide de legislação própria, que confere maiores privilégios à Fazenda Pública.

Os colegiados prolatores das referidas decisões foram a 1ª, 2ª, 3ª e 4ª Turmas da Corte, sendo que o maior número de julgados adveio das Câmaras componentes da 2ª Seção, que julga matérias cíveis.

Foram catalogados os argumentos centrais utilizados pelos julgadores nas decisões examinadas, formulando-se uma legenda com seis tipos de motivação invocados pelos prolatores das decisões, desconsideradas as linhas hachuradas, uma vez que não houve decisão contendo tais fundamentos e a fim de manter a mesma sequência lógica das decisões oriundas do TJRS. Veja-se:

Tabela 5 – Fundamentos das decisões oriundas do STJ

1	Desobediência à ordem da gradação legal sem justificativa
2	Princípio do interesse do Credor
3	Ofensa ao princípio da menor onerosidade ao Devedor não configurada
4	Inviabilização do funcionamento da Devedora não demonstrada
5	Prejuízo a associados da Devedora não demonstrado
6	Ausência de liquidez e certeza das quotas de fundo de investimento
7	Súmula nº 7 do STJ
8	Súmula nº 83 do STJ
9	Fundo de investimento não equiparável a dinheiro

Fonte: dados da pesquisa

Os acórdãos proferidos pelo STJ trataram, em síntese, da possibilidade de equiparação de fundos mobiliários a dinheiro; aferição sobre a observância da gradação legal; e a incidência da Súmula n° 7 da própria Corte[34], hipótese que se obstaculizaria o conhecimento da matéria, a pretexto da vedação do novo enfrentamento dos fatos.

A maior parte dos julgadores se ateve no argumento n° 7, ou seja, se fixou na inviabilidade de conhecer o recurso e avaliar a respeito da onerosidade da constrição, em face do Devedor, em função da competência da Corte infraconstitucional, ocorrendo em quatorze casos, conforme se infere a seguir:

[34] A pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial: Súmula 7, Corte Especial, julgado em 28/06/1990, DJ 03/07/1990, p. 6478 (BRASIL, 1990).

Tabela 6 – Fundamentos das decisões oriundas do STJ (percentuais)

Fundamento	Recorrência	% do total
1	1	4,34
2	3	13,04
3	1	4,34
7	14	60,86
8	8	34,78
9	7	30,43

Fonte: dados da pesquisa

As decisões foram proferidas entre os anos de 2012 a 2017, sendo que a maioria dos casos (dez) ocorrida entre os anos em 2016, ou seja, logo antes da definição do Tema n° 913, pelo Superior Tribunal de Justiça, a respeito da matéria.

Além dos julgados repetitivos, que serão adiante abordados e das decisões monocráticas referidas anteriormente, foi prolatado, ainda, um único acórdão, julgado pela 4ª Turma da Corte, o qual adotou os fundamentos oito e nove.

Não foram considerados casos de pedidos de substituição do bem constrito, uma vez que, já tendo sido efetivada a constrição, possivelmente houve desídia da parte devedora em nomear bem suficiente à garantia do Juízo, ou seja, iniciativa em assim proceder, gerando ausência de similitude fática com o objeto ora visado.

Assinale-se, ainda, que em todos os casos examinados pelo STJ, os recursos envolviam investidores institucionais, no caso, entidades fechadas de previdência complementar ou instituições bancárias.

4.3.1 Recurso Repetitivo - Tema n° 913

Merecem destaque os acórdãos proferidos em caráter de recurso repetitivo, ou seja, nos moldes do art. 1036 do CPC atual[35], reprisada a sistemática da codificação anterior, e que

[35] Art. 1.036. Sempre que houver multiplicidade de recursos extraordinários ou especiais com fundamento em idêntica questão de direito, haverá afetação para julgamento de acordo com as

culminaram com a formação de precedentes sobre a orientação da legislação infraconstitucional aplicável.

Os julgados que representaram a consolidação da jurisprudência, notadamente com relação ao Tema nº 913 do rol de recursos repetitivos do STJ, são os seguintes: REsp 1388638/SP, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Corte Especial, julgado em 03/08/2016, DJe 06/09/2016; REsp 1388640/SP, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Corte Especial, julgado em 03/08/2016, DJe 06/09/2016; e REsp 1388642/SP, Rel. Ministro Marco Aurélio Bellizze, Corte Especial, julgado em 03/08/2016, DJe 06/09/2016. O julgamento foi conjunto e a ementa do último acórdão, que representa o mesmo resultado dos demais, segue transcrita:

> RECURSO ESPECIAL REPRESENTATIVO DA CONTROVÉRSIA. CUMPRIMENTO DE SENTENÇA. APRESENTAÇÃO DE IMPUGNAÇÃO E NOMEAÇÃO À PENHORA DE COTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO PELA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA EXECUTADA. 1. PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO A DINHEIRO REPRESENTADO EM APLICAÇÃO FINANCEIRA. IMPOSSIBILIDADE. VALOR MOBILIÁRIO, SEGUNDO A DICÇÃO DO ART. 2º, V, DA LEI N. 6.385/76 E EM CONSONÂNCIA COM SUA NATUREZA JURÍDICA. 2. RECUSA DO EXECUTADO, CONSIDERADA LEGÍTIMA PELAS INSTÂNCIAS ORDINÁRIAS A PARTIR DAS PARTICULARIDADES DO CASO CONCRETO. POSSIBILIDADE. ONEROSIDADE EXCESSIVA AO DEVEDOR. NÃO OCORRÊNCIA. CONCLUSÃO QUE NÃO IMPLICA INOBSERVÂNCIA DA INTANGIBILIDADE DOS DEPÓSITOS MANTIDOS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL OU DA IMPENHORABILIDADE DAS RESERVAS BANCÁRIAS. 3. CONFORMAÇÃO DAS TESES PARA EFEITO DO ART. 543-C DO CPC (ART. 1.036 NCPC). 4. RECURSO ESPECIAL IMPROVIDO.
>
> 1. A partir da própria literalidade do art. 2º, V, da Lei n. 6.385/76, as cotas de fundo de investimento são valores mobiliários, e, como tal, não constam, em primeiro lugar, na ordem legal de preferência da penhora. Diversamente do que ocorre com o dinheiro em espécie, com o dinheiro depositado em conta bancária ou com aquele representado por aplicações financeiras, em que a constrição recai sobre um valor certo e líquido, as cotas de fundo de investimentos encontram-se vinculadas às variações e aos riscos de mercado, de crédito e de liquidez atinentes aos ativos financeiros componentes da carteira, em maior ou menor grau, o que, por si só, justifica a diversidade de gradação, para efeito de penhora, imposta pela lei adjetiva civil.
>
> 2. A gradação legal estabelecida no art. 655 do CPC/73, estruturado de acordo com o grau de aptidão satisfativa do bem penhorável, embora seja a regra, não tem caráter absoluto, podendo ser flexibilizada, em atenção às particularidades do caso concreto, sopesando-se,

---

disposições desta Subseção, observado o disposto no Regimento Interno do Supremo Tribunal Federal e no do Superior Tribunal de Justiça. (BRASIL, Lei 13.105, 2015, art. 1036).

> necessariamente, a potencialidade de satisfação do crédito, na medida em que a execução se processa segundo os interesses do credor (art. 612), bem como a forma menos gravosa ao devedor (art. 620).
> 2.1 Em se reconhecendo a legitimidade da recusa da nomeação do valor mobiliário sob comento (com esteio nas particularidades do caso concreto), cabe à instituição financeira, de reconhecida e incontroversa capacidade financeira, proceder à garantia do juízo, que poderá recair sobre numerário constante de suas agências ou sobre o produto do capital investido em suas noticiadas aplicações financeiras, ainda que para isso tenha que efetivar o correlato resgate ou deixar de lucrar a rentabilidade esperada, circunstâncias que não dizem respeito ao exequente, cujos interesses norteiam o desenvolvimento do processo executivo, tampouco evidenciam, por si, onerosidade excessiva ao devedor. Providência, é certo, que não toca a intangibilidade dos depósitos mantidos no Banco Central, tampouco a impenhorabilidade das reservas bancárias.
> 3. Para fins do art. 543-C do CPC/73 (art. 1.036 do NCPC): 3.1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73 (ou no inciso I do art. 835 do NCPC).
> 3.2. A recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, reputada legítima a partir das particularidades de cada caso concreto, não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor, violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil ou afronta à impenhorabilidade das reservas obrigatórias.
> 4. Recurso Especial improvido. (BRASIL, Recurso Especial nº 1388642, 2016).

Como visto, o referido recurso estabeleceu a seguinte tese, para fins do art. 543-C do CPC/73 (art. 1.036 do novo CPC):

> **1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73 (ou no inciso I do art. 835 do NCPC).**
> **2. A recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, reputada legítima a partir das particularidades de cada caso concreto, não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor, violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil ou afronta à impenhorabilidade das reservas obrigatórias. (**BRASIL, Recurso Especial nº 1388642, 2016).

Extrai-se de aludido precedente a interpretação segundo a qual não há subsunção do fundo de investimento mobiliário à hipótese do inciso I do art. 655 do CPC/73 (inciso I do art. 835 do atual CPC), por não se tratar de dinheiro. Quanto a esse aspecto, não resulta em maiores discussões, uma vez que, efetivamente, os fundos de investimento e ativos mobiliários em geral têm natureza jurídica próprias e, por maior liquidez que possam obter, não correspondem a dinheiro ou aplicação financeira pecuniária, uma vez consideradas, conforme acima suscitado, como condomínio ou esforço conjunto.

Por outro lado, no segundo item, há uma ressalva expressa a respeito de que, havendo recusa e esta seja reputada legítima, consideradas as circunstâncias de cada caso concreto, não viria de encontro ao princípio da menor onerosidade ao Devedor. Nesse aspecto, abre-se espaço para destacar, em primeiro lugar, a necessidade de estar presente uma recusa legítima do Credor. Assim, o precedente reconhece a impossibilidade de o bem não ser aceito pelo Juízo, de ofício.

Ademais disso, há necessidade de a recusa ser reputada *legítima*, quer dizer, um fundamento capaz de configurar a nomeação contrária aos princípios orientadores do processo de execução, conforme ainda será abordado.

Não há dúvidas acerca da posição das quotas de fundo de investimento como valor mobiliário e não como aplicação financeira pura e simples. Assim, a discussão tecida a esse respeito em diversos acórdãos tratando da matéria decorre de interpretação equivocada das alegações das partes ou da própria argumentação precipitada destas, tendentes a colocar esse tipo de ativo no topo do rol legal, comparando-o a dinheiro. Entretanto, mesmo não sendo o primeiro ativo da lista, o valor mobiliário tanto pode ser considerado nomeável à penhora: (i) por ser a ordem meramente preferencial; (ii) pelo princípio da menor onerosidade ao Devedor (que demanda a necessidade de eventual recusa ser fundamentada); (iii) pelo próprio princípio do interesse do Credor (efetividade).

4.4 Decisões dos Juízes de primeira instância.

Os fundamentos decisórios extraídos dos processos analisados desde a nomeação, no que tange ao indeferimento, podem ser sintetizados na seguinte tabela:

Tabela 7 – Fundamentos das decisões proferidas em primeira instância

1	Desobediência à ordem da gradação legal sem justificativa
2	Princípio do interesse do Credor
3	Ofensa ao princípio da menor onerosidade ao Devedor não configurada
4	Inviabilização do funcionamento da Devedora não demonstrada
5	Prejuízo a associados da Devedora não demonstrado
6	Ausência de liquidez e certeza das quotas de fundo de investimento
7	Súmula nº 7 do STJ

8	Súmula nº 83 do STJ
9	Fundo de investimento não equiparável a dinheiro
10	Não houve "garantia integral" do Juízo
11	Outros fundamentos isolados

Fonte: dados da pesquisa

Devem ser desconsideradas as linhas hachuradas, uma vez que não houve decisão contendo tais fundamentos e a fim de manter a mesma sequência lógica das decisões arroladas na Tabela 3.

No que concerne aos juízes singulares, a maior parte se ateve ao argumento n° 10, ou seja, se fixou na suposta inexistência de garantia integral do Juízo, sem analisar a pertinência ou não do ativo mobiliário como forma de garantia do Juízo, conforme se infere a seguir:

Tabela 8 – Fundamentos das decisões proferidas em primeira instância (percentuais)

Fundamento	**Recorrência**	**% do total**
1	7	25
4	2	7,14
10	9	32,14
11	10	35,71

Fonte: dados da pesquisa

Assinale-se que algumas decisões de julgadores de primeira instância careceram de motivação específica, como também se evidenciaram muitas vezes lacônicas, beirando a ausência de motivação. Como no caso do fundamento mais recorrente, ou seja, a suposta falta de garantia plena, em que pese efetivamente tenha sido nomeado um ativo para garantia no valor total executado, a abordagem não foi completa.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

5.1 Custo de oportunidade e sua mensuração

Evidencia-se inegável a inclinação jurisprudencial tendente a dar primazia a dinheiro depositado em conta judicial, mormente no que tange aos julgadores de segunda instância (TJRS e STJ). Ainda que não se possa refutar que as insurgências dos credores parecem representar a causa mediata, há outros fundamentos que devem ser considerados.

Ao contrário que se possa supor como fundamento para esta conduta, durante o tempo em que depositado em conta judicial, a importância consignada a título de pagamento ou garantia do Juízo sofre correção monetária baseada na variação da poupança (Taxa Referencial [TR] + 6% ao ano), no âmbito da Justiça Estadual, e da variação simples da SELIC, na seara da Justiça Federal[36], os quais ficarão indisponíveis às partes por tempo indeterminado, até julgamento das insurgências opostas em face da execução.

No âmbito do Poder Judiciário do Estado do RS, a partir da Lei Estadual nº 11.667, de 2001 (RIO GRANDE DO SUL. Lei 11.667, 2001), este passou formalmente a ser o gestor de todos os depósitos promovidos em processos da Justiça desta unidade federativa, cujos lucros serão canalizados ao Fundo de Reaparelhamento do próprio Poder, a teor do art. 2º da referida Lei. Além disso, previu-se a exclusividade de o Banco do Estado do RS figurar como depositário de aludidas importâncias (art. 4º[37]).

Note-se que o diploma define o Estado como beneficiário da diferença entre os rendimentos baseados na variação de Letras do Tesouro Nacional, em detrimento da remuneração paga aos litigantes, segundo a dicção do art. 2º, cuja dicção é a seguinte:

> Art. 2.º **Os rendimentos líquidos auferidos em decorrência do Sistema de Gerenciamento Financeiro instituído por esta Lei, resultantes da diferença verificada entre os índices fixados por lei para remuneração**

---

[36] § 4º A partir de 1º de janeiro de 1996, a compensação ou restituição será acrescida de juros equivalentes à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos federais, acumulada mensalmente, calculados a partir da data do pagamento indevido ou a maior até o mês anterior ao da compensação ou restituição e de 1% relativamente ao mês em que estiver sendo efetuada. (BRASIL, Lei 9.250, 1995, art. 39).

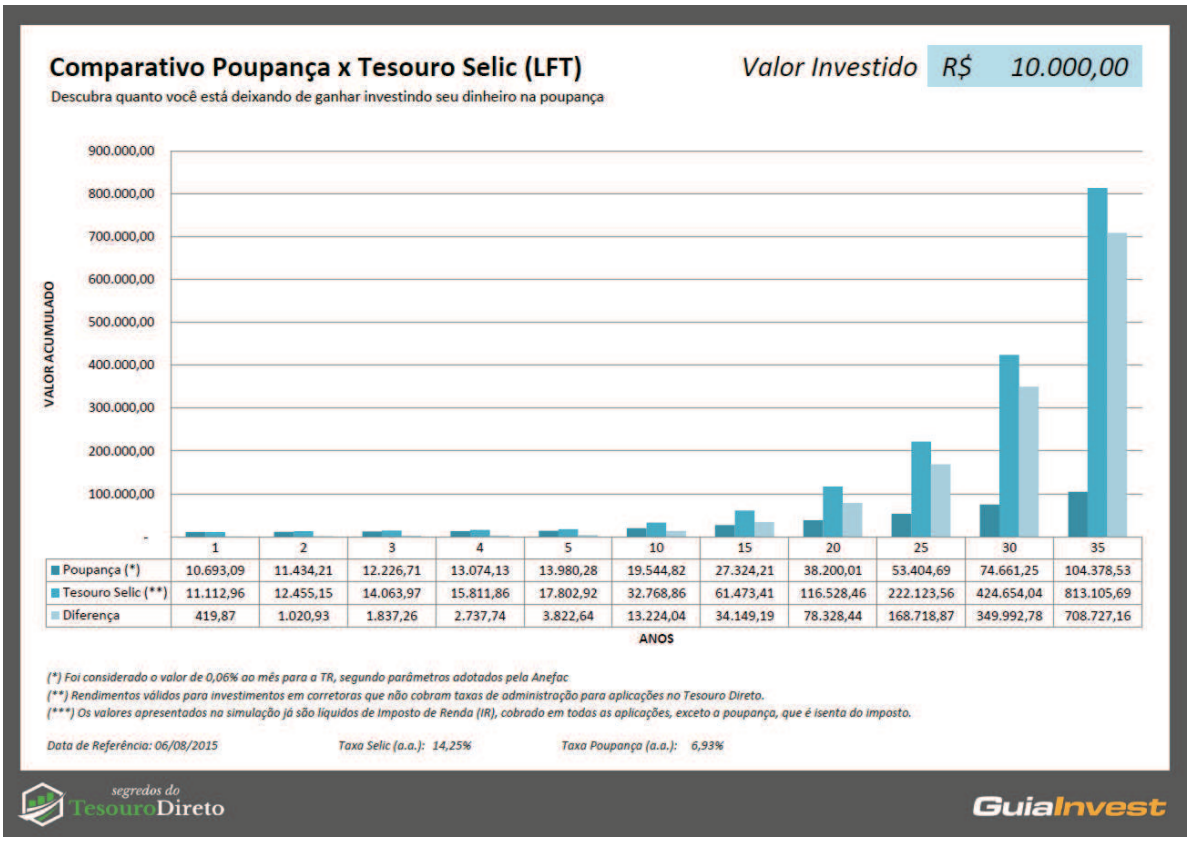
[37] Art. 4.º Os depósitos sob aviso à disposição da Justiça, no âmbito do Poder Judiciário do Estado do Rio Grande do Sul, deverão ser efetuados no Banrisul. (RIO GRANDE DO SUL. Lei 11.667, 2011, art. 4º).

> **de cada depósito judicial e os estabelecidos para remuneração do referido Sistema, constituirão item de receita do Fundo de Reaparelhamento do Poder Judiciário**, observadas as disposições da Lei nº 7.220, de 13 de dezembro de 1978, exceto os referentes a tributos estaduais. (RIO GRANDE DO SUL. Lei 11.667, 2011, art. 2º, grifos inseridos).

Com isso, restou oficializada e chancelada autorização legal para o Judiciário se apoderar do *spread* que antes era usufruído de maneira graciosa pelas instituições financeiras depositárias.

Por outro lado, há uma extensa gama de possibilidades de alocação das importâncias, as quais representam, sem a assunção de riscos elevados, retorno superior ao experimentado pela variação monetária aplicada aos depósitos judiciais, em especial da poupança (Justiça Estadual), conforme se pode inferir pelo seguinte quadro ilustrativo:

Figura 2 – Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa)

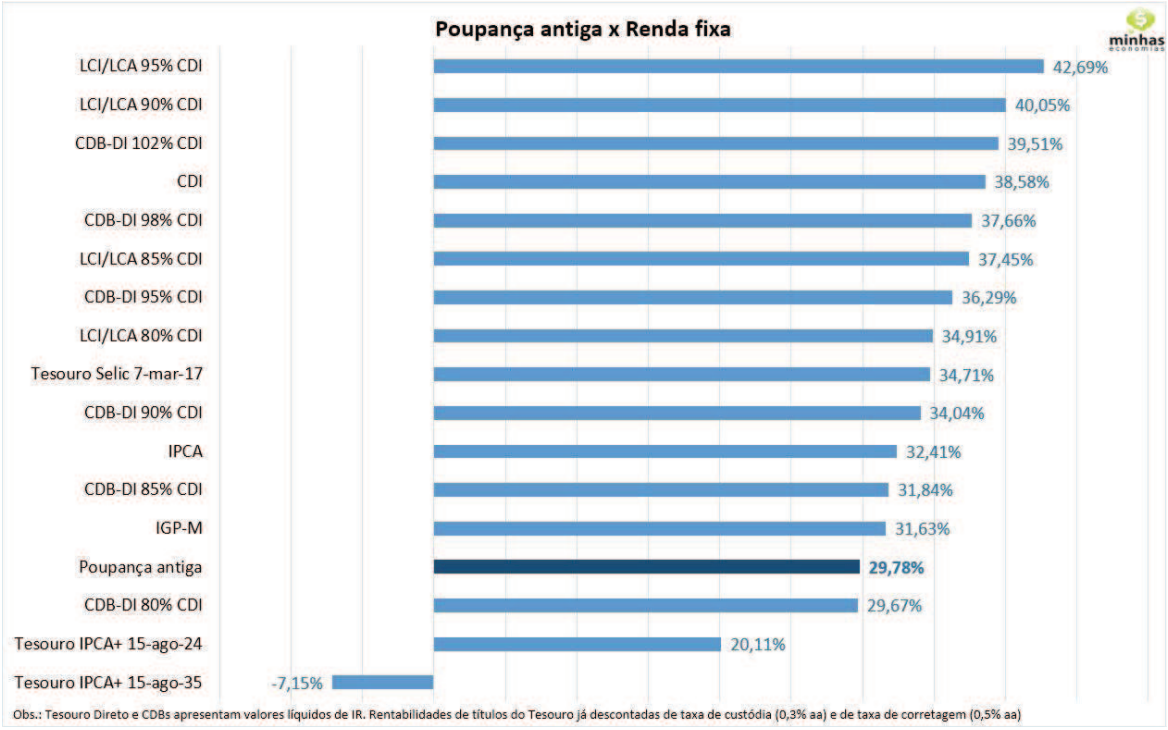


	1	2	3	4	5	10	15	20	25	30	35
Poupança (*)	10.693,09	11.434,21	12.226,71	13.074,13	13.980,28	19.544,82	27.324,21	38.200,01	53.404,69	74.661,25	104.378,53
Tesouro Selic (**)	11.112,96	12.455,15	14.063,97	15.811,86	17.802,92	32.768,86	61.473,41	116.528,46	222.123,56	424.654,04	813.105,69
Diferença	419,87	1.020,93	1.837,26	2.737,74	3.822,64	13.224,04	34.149,19	78.328,44	168.718,87	349.992,78	708.727,16

Fonte: FOGAÇA, 2015.

Quanto ao Tesouro Selic, no mesmo período, rendeu 11,01% a.a., enquanto a poupança esteve 3,54% abaixo, em 7,44% a.a. O panorama também se observa em gráfico mais recente (entre 2012 e 2016):

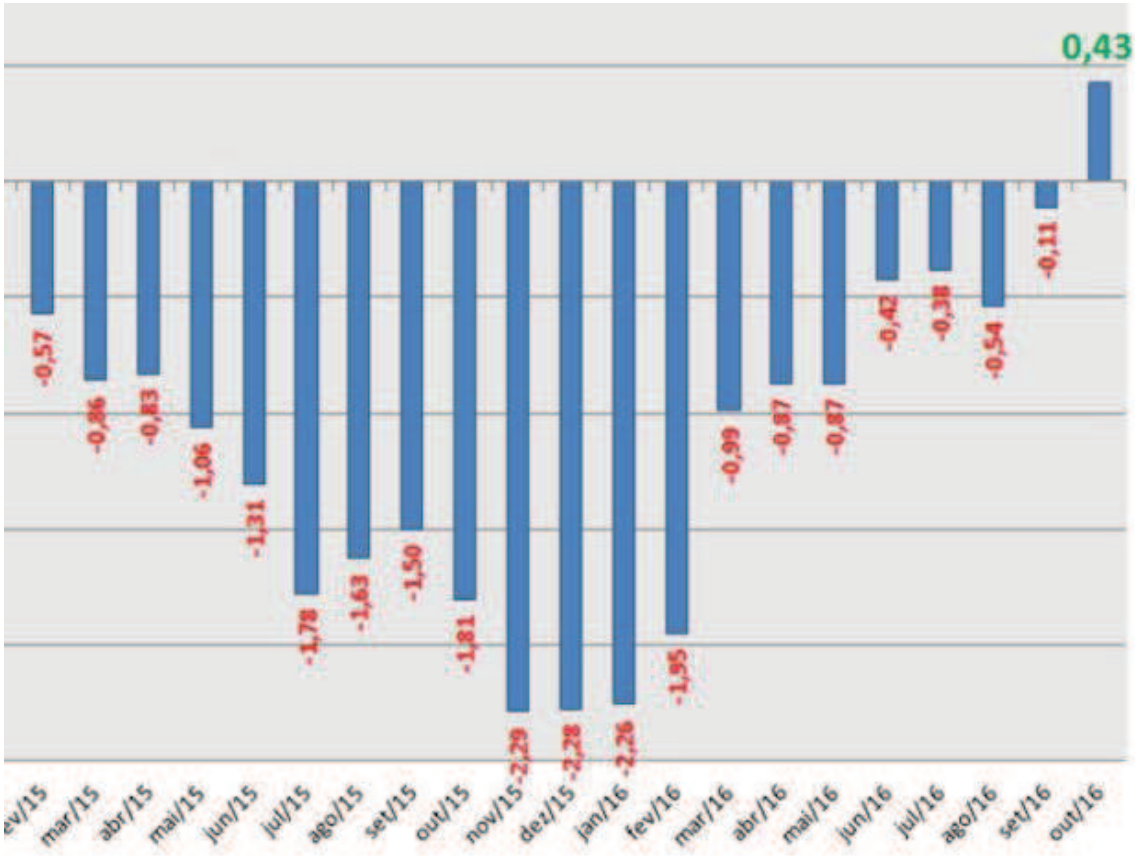
Figura 3 – Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa) II



Fonte: VALEU, 2016.

Assim, é possível constatar expressiva diferença de rendimentos embolsada pelo Estado, pelo cotejo do montante depositado em contas judiciais, correspondente, nos dias atuais, apenas no âmbito da Justiça Estadual do Rio Grande do Sul - RS, a quase R$ 10 bilhões (BUBLITZ, 2015), em relação aos frutos que poderiam ter sido auferidos por investimentos disponíveis no mercado, proporcional ao baixo ou alto risco das destinações possíveis. Ao contrário disso, o rendimento de poupança, o qual lastreia os depósitos realizados nos processos da Justiça Estadual do RS, não atinge sequer a inflação do período nos últimos anos, conforme se observa do gráfico a seguir:

Figura 4 – Comparação de índices acumulados (poupança x inflação)



Fonte: G1, 2016.

A toda evidência, o rendimento da poupança superou a inflação somente uma vez nos últimos 21 meses. Gize-se, ainda, que a mitigação dos rendimentos dos depósitos decorre tanto pelo índice de remuneração aplicado, quanto pela incidência de capitalização em periodicidade mais espaçada (anual) em relação aos depósitos vertidos à conta judicial, do que aquela experimentada em outros ativos (mensal ou até diária). Portanto, do ponto de vista puramente econômico, há evidente custo de oportunidade desprezado pelas partes quando deixam de considerar a adoção de meios alternativos de garantia do Juízo, além do depósito pecuniário em conta judicial.

5.2 Eficiência alocativa dos fundos mobiliários como garantia do Juízo

Em que pese seja um dos fundamentos das decisões judiciais analisadas utilizados para refutar a nomeação de outros ativos à garantia do Juízo além de dinheiro, o interesse do Credor se evidencia mais congruente com o ativo que ensejasse maior rendimento, no caso, o

fundo mobiliário, ao invés do dinheiro depositado em Juízo. Dito de outro modo, malgrado a motivação das decisões esteja lastreada, essencialmente, no interesse do Credor, não aceitar ativo com maior rendimento é uma contradição aparente, ou seja, o interesse do credor não é privilegiado nessas circunstâncias. Isso porque a remuneração do depósito judicial é consideravelmente inferior à variação média de mercado em investimentos de baixo risco. Logo, o fundamento da maioria das decisões representa contradição per se.

Ademais, o pretexto de tornar o processo mais oneroso pela penhora diversa do depósito judicial é uma afirmação evidentemente equivocada. Isso porque se a quota de fundo de investimento não chega a ficar vinculada a conta em depósito judicial, incorre em dupla forma de agilização, como também em economia processual. Primeiro, porque não enseja demandar a máquina judiciária com a alocação de valores em espécie para conta que precisa ser aberta e gerenciada pelo Poder Judiciário. Ademais, porquanto o Juízo, a serventia, a instituição depositária e as duas partes necessitam praticar atos para que o numerário seja liberado, no momento oportuno. Todavia, quanto ao fundo mobiliário, basta uma ordem judicial seja emitida, para ser transferido numerário à conta do Credor, envolvendo menos atos e menos tempo, sem nem mesmo ser considerado, nesse ponto, o custo de oportunidade. Assinale-se, no entanto, que: "em economia, precisamos sempre 'ir além' do dinheiro para analisar os impactos reais das decisões alternativas" (SAMUELSON; NORDHAUS, 2012, p. 11). Nesse contexto, mesmo que considerados outros fatores além do custo de oportunidade, a conclusão será idêntica, conforme visto a seguir.

Nesse contexto, para sustentar a tese da primazia do depósito pecuniário em conta judicial, se poderia propugnar pela suposta menor liquidez ou menor segurança do ativo mobiliário. Contudo, tais assertivas também são refutadas pelo cotejo das circunstâncias a seguir analisadas.

5.2.1 Interesse do Credor (segurança e liquidez do ativo)

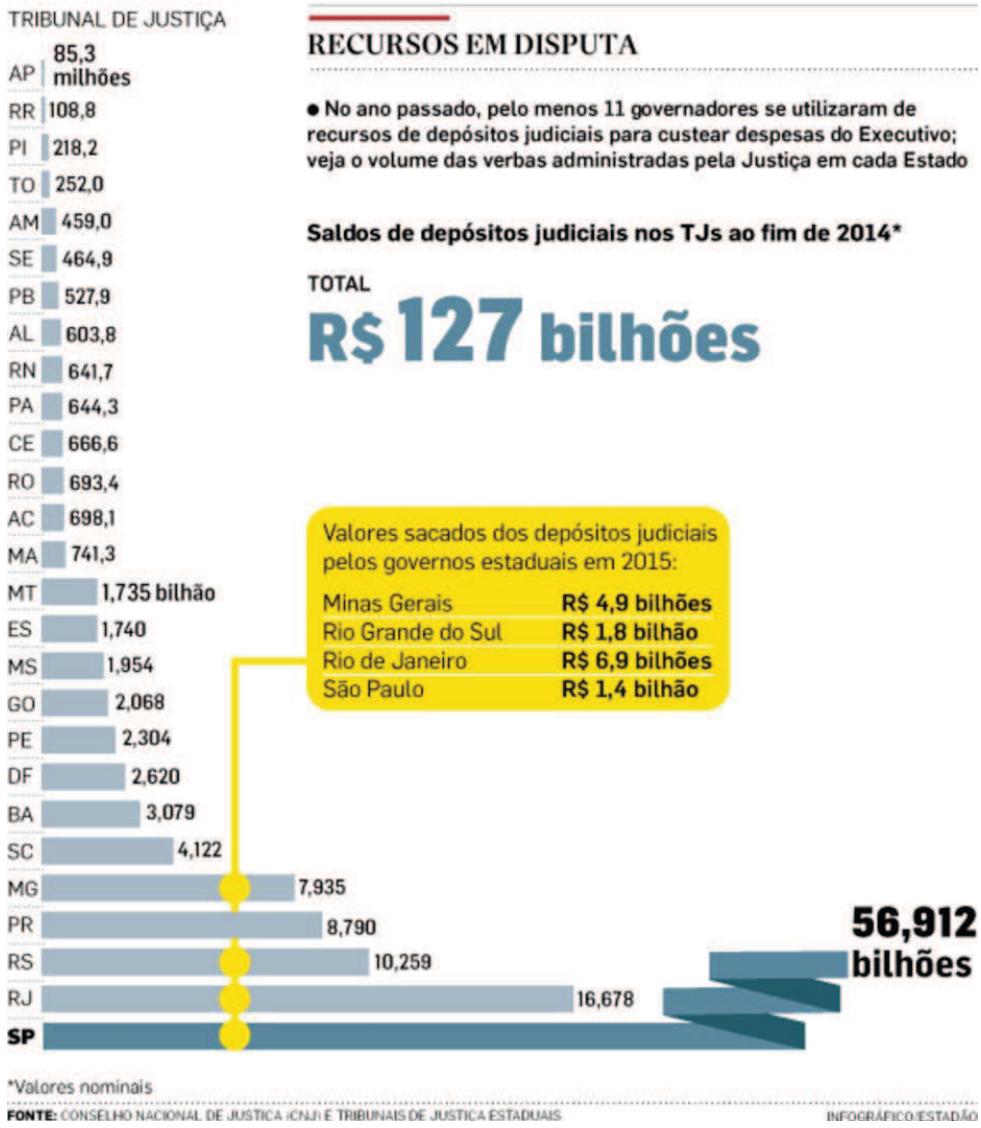
Não se diga que haveria maior segurança com a opção do depósito judicial, uma vez que, tal como no caso de a ingerência sobre a importância depositado em banco credenciado pelo Judiciário, o ativo mobiliário, no caso em fundos de investimento, também estaria intermediado por instituição financeira credenciada pelo Banco Central e, via de consequência, infenso a toda gama de sanções e ao comando judicial específico.

Diferentemente do que ocorre em diversos tipos de investimentos no mercado de capitais, há várias categorias de ativos mobiliários atreladas a indexadores com grau de risco mínimo, equiparáveis à poupança praticada nos depósitos judiciais efetuados nos processos judiciais do Estado do RS.

Nos moldes ressaltados anteriormente, o fundo mobiliário em questão compreende à modalidade renda fixa, previsto no art. 108, I da Instrução CVM n° 555 (BRASIL, Instrução CVM 555, 2014, art. 108), o qual aloca a maior parte de seus ativos em papéis atrelados a títulos públicos federais, notadamente infensos a risco considerado baixo. A toda evidência, a carteira compreendida nesta categoria está lastreada em ativos conservadores e, consequentemente, absorve risco acentuadamente baixo. Assim, o fundo-paradigma vai ao encontro do interesse do Credor nesse aspecto, uma vez que além não representar risco relevante, ostenta patrimônio muitas vezes superior às importâncias constritas atualmente.

Não se pode olvidar que o próprio depósito judicial está infenso a risco, especialmente por ser administrado pelo Estado. Isso porque vários Estados federativos já sacaram parte das importâncias existentes para reforço de caixa; como também para o caso de a inflação superar o ganho da poupança, como ilustrado na figura 2, supra. Note-se que a prática é reiterada pela maioria dos governos estaduais:

Figura 5 – Saque dos depósitos judiciais pelos Estados



Fonte: BRAMATI; KATTAH; CHAPOLA et al, 2016.

Quanto ao quesito liquidez, conforme previsto expressamente no regulamento do plano, não há prazo para resgate, razão pela qual não há diferença dos depósitos judiciais nesse aspecto. Nada obstante, do ponto de vista da celeridade para transferência das importâncias, a mesma ordem judicial para liberação por alvará, por exemplo, poderia ser substituída por ofício à instituição financeira diversa, resultando no mesmo tipo de transferência determinada pelo Juízo. Logo, também não haveria óbice, do ponto de vista do princípio da celeridade, para rechaçar meio alternativo ao depósito judicial.

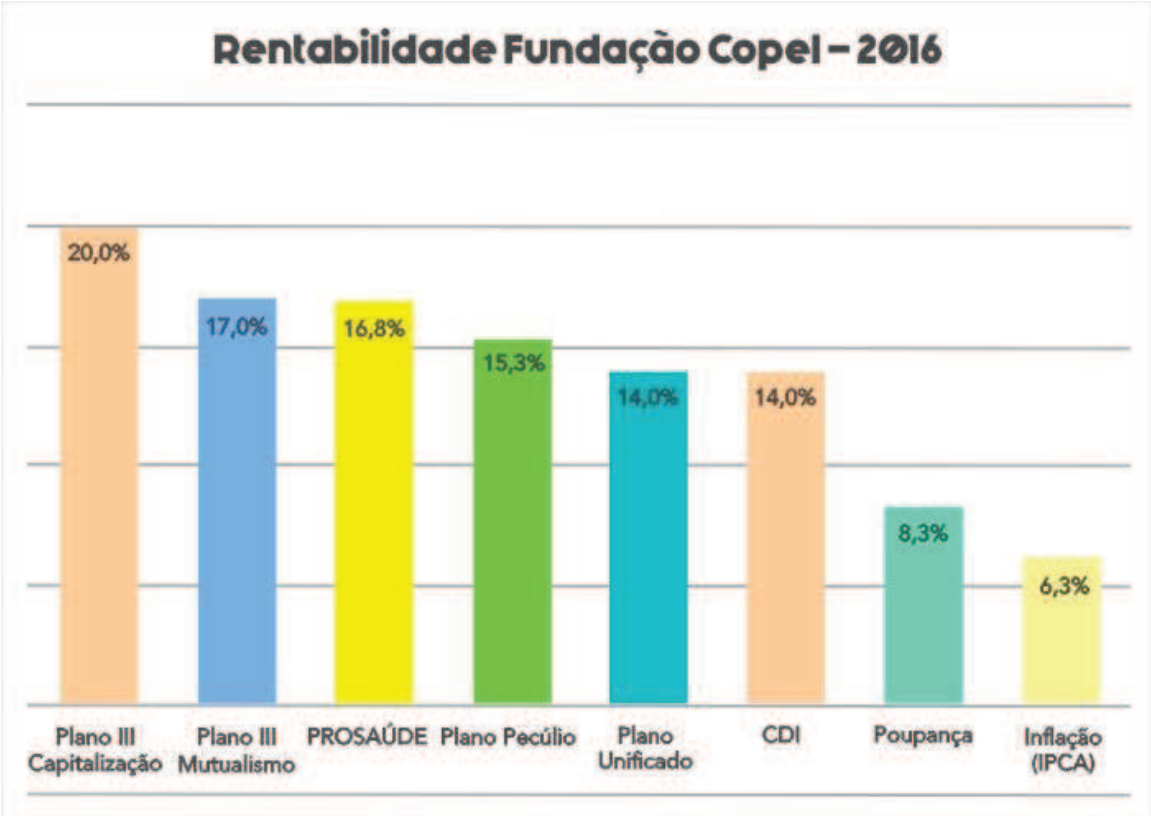
5.2.2 Menor onerosidade ao Devedor (Investidor Institucional)

Como visto acima, havendo outros ativos, não há obrigatoriedade legal em se promover a garantia do Juízo em dinheiro, tanto menos através de depósito judicial, sendo esta uma faculdade atrelada ao princípio da menor onerosidade ao Devedor. O próprio CPC atenua a aplicação da ordem preferencial do seu art. 835, em diversas oportunidades, notadamente nas hipóteses do art. 805 (escolha do bem penhorado pelo credor não se revelar abusiva); art. 835, § 3º (negócio jurídico processual típico); art. 190, *caput* (negócio jurídico processual atípico); e art. 835, § 2º (penhora de seguro garantia judicial ou fiança bancária equiparáveis a dinheiro), conforme bem acentuado pela doutrina abalizada (DIDIER JR., 2017, p. 856-857). Além disso, a tese oriunda do Tema n° 913/STJ, para não aceitação do fundo de investimento mobiliário, demanda a necessidade de a recusa por parte do Credor ser reputada *legítima*, quer dizer, ser considerado fundamento capaz de configurar contrária a nomeação aos princípios orientadores do processo de execução. Logo, na hipótese de investidores institucionais, a ordem preferencial ganha reforço argumentativo, no sentido de rechaçar a vedação (*prima facie*) decorrente do enunciado do Tema 913, uma vez que a categoria contempla seguradoras e entidades de previdência complementar, as quais devem obediência a regras ditando a meta que seus ativos devem atingir.

No que tange a entidades de previdência complementar, cujo fundo analisado se refere, o art. 7º da Lei Complementar n° 109, de 29 de maio de 2001, estabelece que "*Os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial*" (BRASIL, Lei Complementar n. 109, 2001, art. 7º).

Cada plano deve seguir critério mínimo de variação de seus ativos, portanto. No caso da maioria das entidades de previdência complementar em funcionamento no país, os planos geralmente estão atrelados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC, mais juros atuariais de 6% ao ano. A título comparativo, veja-se o quadro abaixo, projetando a meta atuarial de plano de previdência aleatoriamente escolhido:

Figura 6 – Comparação de índices acumulados (poupança x renda fixa x meta atuarial)



Fonte: Fundação Copel, 2017.

O exemplo acima denota a considerável diferença de rendimento entre a poupança e a meta em um plano geralmente encontrado nesse tipo de segmento. Portanto, essas entidades devem manter o rendimento de seus ativos de acordo com a meta atuarial e, via de consequência, as quantias que estão servindo de garantia do Juízo também estão contempladas pela regra. Observando-se esse cenário, a posição do investidor institucional é *sui generis* e o princípio da menor onerosidade o serve com mais vigor, na medida em está infenso à regulação dos órgãos fiscalizadores e podem incorrer em responsabilidade, caso os ativos do plano não atinjam a meta necessária para o equilíbrio econômico e atuarial correspondente.

Não obstante, como a característica do investidor institucional é administração de poupança, sabidamente, não há dificuldades quanto a fluxo de caixa, considerando que suas reservas lastreiam longos períodos de contratação. Logo, não há maiores riscos quanto à garantia dos valores empregados.

5.3 Custos de agência

A toda evidência, a posição encastelada do Estado em monopolizar a administração dos depósitos de importâncias vinculadas às lides decorre de sua evidente condição de agente. A corroborar tais assertivas, vale constatar a existência de Ato do Tribunal de Justiça do Estado do RS[38], que prevê a transferência ao referido Fundo do próprio Judiciário Estadual, de saldos não liberados aos titulares, que não foram movimentados pelas partes por cinco anos, denotando como os recursos são manipulados em prol do interesse do agente. Sob o mesmo viés, decisões tratando de vedar a capitalização anual dos depósitos relacionados a processos da Justiça Federal[39]. Portanto, ao invés de eficiência, limitar a forma de manejo de ativos judicializados, através da consignação em meio exclusivamente gerido pelo Judiciário, para discussão dos direitos em demandas judiciais, representa aquinhoar o Estado, desvirtuando a liberdade das partes em dispor de seus bens, de acordo com a conveniência e oportunidade.

Note-se que há evidente custo de oportunidade com a primazia dos depósitos e da subtração de parte dos rendimentos que poderia resultar de qualquer outro tipo de alocação. Consabido, por outro lado, que uma alocação ótima de recursos enseja custos de transação iguais a zero. Na hipótese em análise, o que ocorre é uma oneração deliberada, em detrimento do interesse de ambos os litigantes, malgrado o notório frenesi arrecadatório com que os jurisdicionados já são submetidos rotineiramente.

Mister ilustrar, ainda, que as recentes investidas do Estado do Rio Grande do Sul em reivindicar os valores depositados em contas judiciais para reforço de caixa (autorizadas por recentes leis estaduais) se colocam ao encontro de demonstrar o desvirtuamento da destinação destes ativos, evidencia o problema de agência apontado, a ineficiência do procedimento, bem assim, potencial de nefasto prejuízo aos jurisdicionados, sobretudo pelo déficit histórico em

---

[38] Art. 1.º - Os resíduos financeiros inferiores a R$ 50,00 (cinqüenta reais), verificados em contas de depósitos judiciais não-tributários a que se refere a lei estadual n.º 11.667, de 11 de setembro de 2001, cujos saldos nominais já tenham sido levantados pelos seus titulares, serão anualmente transferidos para conta do fundo de reaparelhamento do poder judiciário e contabilizados como receita deste (BRASIL, Ato n° 007/2008-P, 2008, art. 1º).

[39] "[...] ainda que se trate de levantamento de depósito judicial (caso dos autos), a Taxa SELIC deve incidir de forma simples, ou seja, a sua incidência é apenas sobre o capital inicial, vedada a incidência de juros sobre juros (anatocismo). Cumpre registrar que a capitalização simples não configura enriquecimento sem causa da Fazenda Nacional" (BRASIL, REsp 1269051/PR, 2011).

que se encontra o orçamento estadual do RS, exemplo dos demais Estados federados (vide figura 5, retro).

Nessa esteira, a exemplo do que acontece com administradores de sociedades anônimas, os gestores estatais carecem de incentivos à alocação eficiente. Leia-se:

> "Contudo, não se pode esperar que os membros do conselho dessas empresas (de sociedade anônima por ações), por serem os administradores do dinheiro alheio e não do próprio dinheiro, o protejam com a mesma vigilância atenta que os sócios de uma empresa privada costumam dedicar ao próprio dinheiro. Como os capatazes de um homem rico, eles tendem a se envolver em detalhes não necessariamente visando a honra de seus senhores, e muito facilmente concedem a si mesmos permissão para tanto. A negligência e a profusão, portanto, devem sempre prevalecer, em maior ou menor grau, na administração dos negócios de uma empresa como essa". (SMITH, 1776, p. 700).

Em comparação com a situação ora pautada, o Judiciário se apodera de ativos das partes e, com isso: desestimula investimentos de mercado que propiciem melhor alocação de recursos; aumenta seus custos de transação para gerenciar atividades que não constituem seu fim constitucional e impõe custo de oportunidade às partes.

6 CONCLUSÃO

6.1 Custo de oportunidade e eficiência

A partir das premissas assentadas, pode-se constatar que não há nenhuma disposição legal que adstrinja, de maneira absoluta, a penhora ou o pagamento pelo depósito pecuniário em conta judicial vinculada ao processo, em instituição financeira conveniada com o Poder Judiciário, ou seja, aquilo que usualmente se pratica e que se oficializou pelo Estado em face da condição de agente privilegiado do poder jurisdicional.

Nesse contexto, no que toca ao montante litigioso, sobre o qual as partes controvertem, seja em relação ao *quantum*, seja por ainda não se tratar de execução ou cumprimento definitivos de julgado, irrepreensível, do ponto de vista econômico, promover a segurança do Juízo através de nomeação à penhora por nomeação ativos alocados em destinações mais eficazes, especialmente através de fundos de investimento mobiliários, ou até mesmo através de seguro garantia judicial ou fiança bancária, de modo a garantir mitigação de custo de oportunidade.

É preciso estabelecer, então, se de fato, está envolvido custo de oportunidade quando se coloca a constrição em dinheiro como prioridade absoluta. E a resposta a essa pergunta é positiva. Como demonstrado, o depósito judicial da Justiça Estadual sofre correção monetária baseada na variação da poupança (Taxa Referencial [TR] + 6% ao ano). Enquanto isso, os elementos da figura 2 demonstram que títulos atrelados ao tesouro SELIC obtêm rendimento muito superior à poupança. Logo, não resta dúvida sobre a presença de custo de oportunidade ao deixar de se utilizar do fundo mobiliário como meio de garantia do Juízo. Conforme explicitado acima, o fundo mobiliário também se posiciona em patamar satisfatório com relação à segurança e liquidez, conquanto estar atrelado a instituição depositária e o saque da quota poder ocorrer a qualquer tempo.

Não se pode olvidar que o próprio depósito judicial está infenso a risco, especialmente por ser administrado pelos executivos estaduais. Isso porque vários, senão todos os Estados brasileiros, já sacaram parte das importâncias existentes como medida de reforço de caixa, conforme explicitado na figura nº 5; como também para o caso de a inflação superar o ganho da poupança, como ilustrado na figura 2, supra.

Quanto ao quesito liquidez, conforme previsto expressamente no regulamento do plano, não há prazo para resgate, razão pela qual não há diferença dos depósitos judiciais nesse aspecto. Assim, em termos de eficiência alocativa (Pareto) para ambas as partes, a melhor solução representa optar pelo ativo que obtenha a melhor remuneração, no caso o fundo mobiliário. Dito de outro modo, tanto do ponto de vista paretiano (uma vez que não há maximização da riqueza, tampouco mitigação de custos às partes), como também do critério Kaldor-Hicks, a opção pelo depósito judicial gera ineficiência, porquanto não há maximização da riqueza, já que os recursos são aproveitados de maneira subótima.

Em suma, sob a égide da eficiência alocativa, a hipótese que coloca ambas as partes em posição mais favorável é a adoção do fundo mobiliário, enquanto o veículo pecuniário usual gera ineficiência para ambas as partes (alocação subótima).

6.2 Problema de agência?

Com relação às causas para os meios alternativos deixarem de ser recepcionados como as melhores opções, a investigação a respeito da considerada existência de problema de agência, em face dos fundamentos encontrados na população de decisões, cedeu espaço para a *path dependence*. Isso porque, como visto, do total de demandas em que houve nomeação à penhora do fundo imobiliário por investidor institucional específico, considerando a população de 129 feitos, ao contrário do que se pudesse supor inicialmente, a aceitação – mesmo que de forma tácita, ou seja, sem motivação explícita da decisão – foi substancialmente superior ao indeferimento. Conforme se infere da Tabela 1, o fundo de investimento mobiliário acabou sendo recepcionado em 101 processos e culminou com a alocação neste tipo de ativo a substancial da quantia de R$ 23.300.775,32.

Assim, proporcionalmente, em 78,29% dos feitos, a garantia acabou sendo aceita, sem que houvesse insurgência do Judiciário com relação à higidez ou não da forma de garantia do Juízo, o que demonstra o desinteresse, na grande maioria dos casos, em influir na opção das partes quanto ao ativo alocado para segurança do Juízo.

Note-se que nesta considerável parcela das demandas, não houve sequer apreciação pelo Juízo da forma de garantia, deixando-se a critério do Credor eventual insurgência, o que demonstra harmonia das decisões judiciais para com os princípios processuais dispositivo e da menor onerosidade ao Devedor.

Por outro lado, no que concerne ao restante dos processos, 21,70%, pelo cotejo dos fundamentos adotados pelos Julgadores, conforme abordado no capítulo anterior, não deriva nenhum tipo de indício capaz de denotar com certeza a existência de problema de agência, mas sim da prevalência do interesse do Credor, baseado na dependência da trajetória da jurisprudência, ainda prematura com relação às inovações do novo Código de Processo Civil (modificação da ordem de gradação legal do art. 835 do CPC[40]) e a instabilidade econômica típica do país (que gera receio a respeito da liquidez e segurança do ativo mobiliário, mesmo em alocação conservadora).

6.3 Dependência da trajetória (*path dependence*)

Conforme constatado, a existência de custo de oportunidade entre a alocação ótima (fundo mobiliário) e subótima (depósito pecuniário), ausente problema de agência, conduziria à adoção do meio mais eficiente. Entretanto, a maioria dos argumentos oriundos das decisões judiciais são conservadores em recepcionar a inovação do meio alternativo, invocando concepções entre as quais:

> ...as cotas de fundo de investimento não garantem a certeza do recebimento do valor integral da condenação. E assim é porque tais cotas enquadram-se no conceito amplo de títulos e valores mobiliários com cotação em mercado, estando, portanto, sujeitas as variações do mercado. Logo, havendo queda do valor das cotas, deverá ser realizado reforço de penhora, ou até mesmo nova penhora, o que vem de encontro à razoável duração do processo. (BRASIL, AREsp 934797, 2016).

Ao contrário do preconizado na decisão supra, contudo, as variações de mercado invocadas, consoante amplamente destacado acima, para o fundo mobiliário adotado como paradigma, são consideradas de diminuto risco, de modo que o julgamento do recurso se baseou em precedentes com ausência de similitude fática. Do mesmo modo, pode-se visualizar outra decisão monocrática oriunda do STJ:

---

[40] Art. 835. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;
II - títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado;
III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado; (BRASIL. Lei 13.105, 2015, art. 835).

> ...valor financeiro [...] não é certo e pode não ser líquido, a depender de fatos futuros que não podem ser previstos pela parte exequente, ou pela executada ou pelo juízo da execução; existe a possibilidade de a Fazenda exequente ter que proceder a eventual reforço da penhora, além de ter discutir possíveis controvérsias a respeito da remuneração do capital. (BRASIL, REsp 1346362 / RS, 2010).

Como se percebe, a decisão caminha muito mais em procurar refutar a segurança e a liquidez do ativo, do que se aprofundar na efetiva natureza do tipo de meio empregado para garantia do Juízo. Note-se que, atento ao regulamento do respectivo fundo mobiliário, inversamente ao afirmado na decisão, o risco com relação à suposta controvérsia sobre a remuneração do ativo, evidencia-se irrisório. Mesmo assim, a conclusão final do recurso repetitivo (Tema nº 918) considera inviável a nomeação de fundo mobiliário somente com recusa tida por legítima pelo Credor, mitigando a possibilidade de rechaçar a nomeação do ativo em pauta, de maneira desarrazoada, especialmente de acordo com o caso concreto.

Já a argumentação mais corrente nas decisões do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul também parte de premissa que imperava em precedentes vetustos, conforme se observa do seguinte trecho de acórdão: "Não há como se admitir a penhora de fundo de investimento como garantia, pois não observada a ordem do art. 835 do NCPC (art. 655 do CPC/73) e, em última análise, desatendido o interesse do credor (art. 797 do NCPC / art. 612 do CPC/73)" (BRASIL, REsp 1346362 / RS, 2010).

No caso enfocado, a intepretação da jurisprudência foi erigida sob as bases do CPC/1973, onde o ativo mobiliário figura ao final do rol de bens passíveis de constrição, conforme evidencia o seu art. 655, inciso X (BRASIL, 1973). Entretanto, a nova ordem legal (CPC/2015), conforme já destacado, posicionou o ativo mobiliário na terceira posição, atrás somente de dinheiro em espécie e títulos da dívida pública, nomeadamente em função do art. 835, incisos I, II e III (BRASIL, 2015).

Mesmo em se tratando de tradição diversa, no particular, inevitável a similaridade com a teoria da *stare decisis*, uma vez que "*judges conform to the doctrine of stare decisis because the principle of precedent is deeply ingrained in our Anglo-American legal culture. Most lawyers in the United States have internalized the doctrine of stare decisis and obey it reflexively*" (HATHAWAY, 2003, p. 127). Assim, mesmo que a cultura do precedente esteja em maior escala presente no direito anglo-saxão, também há importante influência para o direito pátrio, de cuja dependência da trajetória também deriva o exame do objeto visado.

Nesse contexto, percebe-se que nem mesmo os argumentos utilizados nas decisões anteriores à nova codificação processual chegaram a se alterar, ainda, uma vez que estiverem ao longo de muito tempo esteadas em premissas que não privilegiavam o manejo de ativos relacionados ao mercado de capitais, como se verificou a partir do novo Código de Processo Civil. Não se pode negar a similitude do raciocínio sugerindo compatibilidade com *path dependence*:

> ...depois de momentos formativos iniciais, uma opção de instituição ou política é escolhida (*critical junctures*) e cada passo nessa mesma trajetória produz consequências que aumentam a atratividade relativa desse path na próxima rodada, gerando um poderoso ciclo de autorreforço em que os custos de transição para outras alternativas aumentam consideravelmente com o tempo e tornam uma mudança radical ou reversão de curso cada vez menos provável. (BERNARDI, 2012, p. 151).

Dessarte, quer parecer que a evolução da matéria examinada ainda dependerá de conferir maior relevância à eficiência alocativa (econômica) e o efetivo aprimoramento interpretativo está adstrito à modificação do *status quo ante*, para efeito de assimilar institutos como ativos mobiliários como meio eficazes para a segurança do Juízo da execução, em detrimento dos meios tradicionais.

REFERÊNCIAS

AGUSTINHO, Eduardo Oliveira; RIBEIRO, Márcia Carla Pereira Ribeiro. Os Investidores Institucionais e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais no Brasil. *In*: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais**. São Paulo, Quartier Latin, 2011, p. 375-400.

ANDRADE, Rogerio P. de. **A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson**. Nova econ. [*Online*]. 2011, vol. 21, n. 2, p. 171-195.

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. Mercado de Capitais: Definição, Funções, Objetivos e Histórico da Regulação Brasileira. *In:* ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. São Paulo, Saraiva, 2015, p. 21-42.

AZEVEDO, Paulo Furquim de; YEUNG, Luciana Luk-Tai; Nem Robin Hood, nem King John: testando o viés anti-credor e anti-devedor dos magistrados brasileiros. *In:* ***Economic Analisys of Law Review***. V. 6. Nº 1, p. 1-22, Universidade Católica de Brasília, Brasília-DF, Jan-Jun, 2015.

BALBINO, Otávio de Paoli. Impacto do Passivo Judicial no Equilíbrio Atuarial dos Planos de Previdência Complementar. *In*: ***Economic Analisys of Law Review***. V. 2. Nº 2, Universidade Católica de Brasília, Brasília-DF, Jul-Dez., 2011, p. 297-320.

BERGER, Paulo Lamosa. **Mercado de renda fixa no Brasil: ênfase em títulos públicos**. 1ª ed. Rio de Janeiro, Interciência, 2015.

BERNARDI, Bruno Boti. O conceito de dependência da trajetória (*path dependence*): definições e controvérsias teóricas. *In*: **Perspectivas**, São Paulo, v. 41, jan./jun. 2012, p. 137-167.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. *In*: **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, Dez. 2005, p. 111-148.

BOTELHO, Martinho Martins. A eficiência e o efeito Kaldor-Hicks: a questão da compensação social. *In*: **Revista de Direito, Economia e Desenvolvimento Sustentável**. V. 2, n. 1, p. 27-45, Brasília, Jan./Jun. 2016.

BRAGA, Políbio. Saques dos depósitos judicias: Rigotto, R$ 1,4 bilhão; Yeda, R$ 615 milhões; Tarso, R$ 7,7 bilhões. Tarso sacou mais do que todos os governadores do RS juntos. **Blog do jornalista Políbio Braga**, 1 janeiro 2015. Disponível em: <http://polibiobraga.blogspot.com.br/2015/01/saques-dos-depositos-judicias-rigotto-r.html>. Acesso em: 27 maio 2017.

BRAMATI, Daniel; KATTAH, Eduardo; CHAPOLA, Ricardo; et al. Estados usam R$ 17 bilhões de depósitos judiciais para fechar as contas em 2015. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 18 jan. 2016. Disponível em: <http://politica.estadao.com.br/noticias/geral,estados-usam-r-17-bilhoes-de-depositos-judiciais-para-fechar-as-contas-em-2015,1822413> Acesso em: 25 jun. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução normativa nº 539, de 13 de novembro de 2013**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst539.html> Acesso em: 2 jan. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>. Acesso em: 2 fev 2017.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015**. Dispõe sobre as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, sobre as aplicações dos recursos exigidos no País para a garantia das obrigações de ressegurador admitido e sobre a carteira dos Fundos de Aposentadoria Programada Individual (Fapi). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=4444&tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&data=13/11/2015> Acesso em: 2 fev. 2017.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm> Acesso em 15 jan. 2017.

BRASIL. **Decreto-Lei n.º 5.452, de 1º de maio de 1943**. Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del5452.htm> Acesso em: 15 maio 2017.

BRASIL, **Lei Complementar n. 109, de 29 de maio 2001**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp109.htm> Consulta em: 15 abr. 2017.

BRASIL. **Lei n° 5.869, de 11 de janeiro de 1973.** Institui o Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5869.htm> Acesso em: 15 março 2017.

BRASIL. **Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm> Acesso em: 15 abr. 2017.

BRASIL. **Lei nº 9.250, de 26 de dezembro de 1995**. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas físicas e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9250.htm> Acesso em: 2 abr. 2017.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm> Acesso em: 2 abr. 2017.

BRASIL. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015**. Código de Processo Civil. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm> Acesso em: 2 mar 2017.

BRASIL**.** Superior Tribunal de Justiça. Decisão Monocrática. **Agravo n° 1346362/PR,** DJe 22/10/2010. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/decisoes/doc.jsp?processo =1346362.NUM.&b=DTXT&p=true&t=JURIDICO&l=10&i=1> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL**.** Superior Tribunal de Justiça. Decisão Monocrática. **Agravo em Recurso Especial n° 934797**, DJe 10/10/2016. Disponível em: < http://www.stj.jus.br/SCON/decisoes/doc.jsp?livre=%22conceito+amplo+de+t%EDtulos+e+valores+mobili%E1rios%22&b=DTXT&p=true&t=JURIDICO&l=10&i=1. Consulta em: 15 abr. 2017

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Acórdão. **Recurso Especial nº 1388642/SP**, Corte Especial, DJe 06/09/2016. Disponível em: <https://ww2.stj.jus.br/processo/revista /inteiroteor/?num_registro=201302028663&dt_publicacao=06/09/2016> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Acórdão. **Recurso Especial nº 1269051/PR**, Segunda Turma, DJe 13/10/2011. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/jurisprudencia/doc.jsp?livre=1269051&b=ACOR&p=true&l=10&i=2> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Súmula nº 7**. A pretensão de simples reexame de prova não enseja recurso especial. 3 jul. 1990. Disponível em: <http://www.stj.jus.br/SCON/pesquisar.jsp?acao=pesquisar&novaConsulta=true&i=1&data=

&livre=&ref=&opAjuda=SIM&tipo_visualizacao=RESUMO&thesaurus=null&p=true&operador=e&processo=7&livreMinistro=&relator=&data_inicial=&data_final=&tipo_data=DTDE&livreOrgaoJulgador=&orgao=&ementa=&siglajud=&numero_leg=&tipo1=&numero_art1=&tipo2=&numero_art2=&tipo3=&numero_art3=&nota=&b=SUMU> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. Acórdão. **Agravo de Instrumento Nº 70070923495**, 28 out. 2016. Quinta Câmara Cível. Disponível em: <http://www.tjrs.jus.br/busca/search?q=70070923495&proxystylesheet=tjrs_index&client=tjrs_index&filter=0&getfields=*&aba=juris&entsp=a__politica-site&wc=200&wc_mc=1&oe=UTF-8&ie=UTF-8&ud=1&sort=date%3AD%3AS%3Ad1&as_qj=&site=ementario&as_epq=&as_oq=&as_eq=&as_q=+#main_res_juris> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. Acórdão. **Agravo de Instrumento Nº 70070774120**, 30 nov. 2016. Quinta Câmara Cível. Disponível em: < http://www.tjrs.jus.br/busca/search?q=70070774120&proxystylesheet=tjrs_index&client=tjrs_index&filter=0&getfields=*&aba=juris&entsp=a__politica-site&wc=200&wc_mc=1&oe=UTF-8&ie=UTF-8&ud=1&sort=date%3AD%3AS%3Ad1&as_qj=&site=ementario&as_epq=&as_oq=&as_eq=&as_q=+#main_res_juris> Consulta em 13 jul. 2017.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. **Ato n° 007/2008-P, alterado pelo Ato nº 035/2008-P**. Disponível em: http://www.tjrs.jus.br/site/publicacoes/administrativa/. Consulta em: 11 jan. 2017.

BUBLITZ, Juliana. Como o governo do Estado se socorre com saques dos depósitos judiciais. **ClicRBS**, 18 abril 2015. Disponível em: <http://zh.clicrbs.com.br/rs/noticias/noticia/2015/04/como-o-governo-do-estado-se-socorre-com-saques-dos-depositos-judiciais-4742743.html> Consulta em 18 fev. 2017.

BUENO, Cássio Scarpinela. **Curso Sistematizado de Direito Processual Civil**. 5ª ed. São Paulo, Saraiva, 2012.

BUENO, Newton Paulo. Possíveis Contribuições da Nova Economia Institucional à Pesquisa em História Econômica Brasileira: Uma Releitura das Três Obras Clássicas Sobre o Período Colonial. *In*: **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 34, n. 4, outubro-dezembro 2004, p. 777-804.

BUGARIN, Maurício S.; MENEGUIN, Fernando B. Regulação Ótima e Atuação do Judiciário: uma aplicação da Teoria dos Jogos. *In:* ***Economic Analisys of Law Review***. V. 6. Nº 1, p. 91-114, Universidade Católica de Brasília, Brasília-DF, Jan-Jun, 2015.

CÂMARA aprova aumentar remuneração das contas do FGTS. **Portal UOL**, São Paulo, 24 maio 2017. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2017/05/24/

camara-aprova-aumentar-remuneracao-das-contas-do-fgts-texto-vai-ao-senado.htm>. Acesso em: 27 maio 2017.

CARVALHO, Cristiano. **Teoria da Decisão Tributária**. São Paulo, Saraiva, 2013.

CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (Org.). **Mercado Financeiro e de Capitais: Regulação e Tributação**. São Paulo, Editora Quartier Latin, 2015.

COASE, Ronald H. **A firma, o mercado e o direito**. Tradução: Heloísa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2016 (Coleção Paulo Bonavides).

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. *In*: **Economica**, *New Series*, Vol. 4, No. 16., p. 386-405, Nov. 1937, Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0013-0427%28193711%292 %3A4%3A16%3C386%3ATNOTF%3E2.0.CO%3B2-B>. Consulta em: 25 j. 2017

COASE, Ronald H. O problema do custo social. *Journal of Law and Economics* (outubro, 1960). Tradução por Francisco Kümmel F. Alves e Renato Vieira Caovilla. Revisão técnica de Antônio José Maristrello Porto (FGV Direito Rio) e Marcelo Lennertz (FGV Direito Rio). *In*: SALAMA, Bruno Meyerhof (Org.). ***Direito e economia*** **: textos escolhidos**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 59-112.

COOTER, Robert D.; ULEN, Thomas. **Direito e economia**. Tradução: Luís Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa. 5ª Edição. Porto Alegre, Bookman, 2010.

COOTER, Robert D. Três efeitos das normas sociais sobre o direito: expressão, dissuasão e internalização. (*Oregon Law Review*, v. 79, n. 1, Primavera, 2000). Tradução por Bruno Meyerhof Salama. *In:* SALAMA, Bruno Meyerhof (Org.). ***Direito e economia*** **: textos escolhidos**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 279-303.

COPPETI NETO, Alfredo; MORAIS, José Luis Bolzan de. O segundo movimento *Law and Economics*, a eficiência e o consenso do modelo neoclássico ordenalista subjetivista a partir de Richard Posner: Ruptura ou (re)aproximação ao (estado de) direito contemporâneo. *In*: **Constituição, Economia e Desenvolvimento: Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional**. Curitiba, 2011, n. 4, Jan-Jun. p. 56-76.

DIDIER JR, Fredie. et al. **Curso de direito processual civil: execução**. 7ª ed. Salvador, Ed. JusPodivm, 2017.

DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direitos Processual Civil**. 3ª ed. São Paulo, Malheiros, 2009.

DOMINGUES, Victor Hugo. Heurística e Vieses. *In*: DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius; Marcia Carla Pereira, RIBEIRO. **Análise Econômica do Direito: Justiça e Desenvolvimento**. 1ª ed. Curitiba, CRV, 2016, p. 47-51.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais - regime jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro, Renovar, 2008.
FIANI, Ronaldo. Crescimento econômico e liberdades: a economia política de Douglass North. *In*: **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), jan/jun. 2002, p. 45-62.

FIANI, Ronaldo. **Teoria dos custos de transação.** *In*: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial**. 2a. ed. Rio de Janeiro, Campus, 2002b.

FOGAÇA, André. 2015. Como Ganhar Até 2x Mais Que a Poupança Correndo Menos Risco. **GuiaInvest**, 10 ago. 2015. Disponível em: http://blog.guiainvest.com.br/investimentos/ investir-no-tesouro-direto-mais-poupanca/ Consulta em: 25 abr. 2017.

FORGIONI, Paula Andrea. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 2009.

FUNDAÇÃO Copel fecha 2016 com resultados positivos. **Fundação Copel**, 23 jan. 2017. Disponível em: http://www.fcopel.org.br/noticias/2017/1/23/fundacao-copel-fecha-2016-com-resultados-positivos. Consulta em: 25 jan. 2017.

G1. **Poupança tem 1º ganho anual acima da inflação em 21 meses**. São Paulo, 9 nov. 2016. Disponível em: http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2016/11/poupanca-tem-1-ganho-anual-acima-da-inflacao-em-21-meses.html: Consulta em: 15 mar. 2017.

GICO JR., Ivo Teixeira. Anarquismo Judicial e Teoria dos Times. *In*: ***Economic Analisys of Law Review***. V. 4. Nº 2, Universidade Católica de Brasília, Brasília-DF, Jul-Dez, 2013, p. 269-194.

GICO JR., Ivo Teixeira. Introdução ao Direito e Economia. *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil.** 2ª Edição. São Paulo, Atlas, 2014, p. 1-31.

INSTITUTO Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo, IBGC, 2015.

HAYEK, Friedrich August von, 1899. **Direito, Legislação e Liberdade: uma nova formulação dos principias liberais de justiça e economia política**. Volume II. A Miragem da Justiça Social. São Paulo, Visão, 1985.

HATHAWAY, Oona A. *Path Dependence in the Law: The course and pattern of legal change in a common law system*. ***The Iowa Law Review***, vol. 86, n. 2, Janeiro/2001.

JENSEN, Michael C; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. ***Journal of Financial Economics*** **3**, *University of Rochester*, Rochester, NY, North-Holland Publishing Company, 1976, p. 305-359.

KING, Gary; LEE, Opstein. **Pesquisa empírica em direito : as regras de inferência [livro eletrônico].** São Paulo. Direito GV, 2013 (coleção acadêmica livre) 7Mb; PDF. Título original: *The rules of inference* – vários tradutores.

KLEIN, Rafaela; KRASINSKI, Vinicius. Instituições e mudança institucional. *In*: DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Análise Econômica do Direito: Justiça e Desenvolvimento**. 1ª ed. Curitiba, CRV, 2016, p. 157-162.

KNIGHT, Frank H. ***Risk, Uncertainty and Profit***. Bookseller, Nova Iorque, 1964.

KNIGHT, Frank H. ***The ethics of competition***. 2. ed. Nova Iorque, Harper & Bros, 1936.

LANA, Henrique Avelino Gonçalves de Paula; PIMENTA, Eduardo Goulart. **Análise Econômica do Direito e sua relação com o Direito Civil**. Disponível em: <http://www.egov.ufsc.br/portal/conteudo/an%C3%A1lise-econ%C3%B4mica-do-direito-e-sua-rela%C3%A7%C3%A3o-com-o-direito-civil> Acesso em 15 abril 2017.

LAWSON, Tony. *Probability and Uncertainty in Economic Analysis*. *In*: ***Journal of Post Keynesian Economics***, N° 11/1, 1988, p. 38-65.

LOYOLA, Gustavo; NOBREGA, Maílson da; (e outros). **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo, Tendências Consultoria Integrada, Maio/2000.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**; tradução Rachel Sztajn. 2. ed. São Paulo, Atlas, 2015.

MANKIV, N. Gregory. **Princípios de microeconomia.** Tradução de Allan Vidigal Hastings, Elisete Paes e Lima. São Paulo, Cengage Learning, 2009.

MOREIRA, Barbosa, J. C. **O Novo Processo Civil Brasileiro: exposição sistemática do procedimento.** Rio de Janeiro, Forense, 2012.

MUELLER, Bernardo; ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Economia dos Direitos de Propriedade. *In*: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (org.). **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Obrigações.** Rio de Janeiro, Elsevier, 2005, p. 84-101.

NERY JR., Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código de Processo Civil comentado**. 16ª ed. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 2016.

NORTH, Douglass Cecil. *Institutions*. *In*: ***Journal of Economic Perspectives***, Volume 5, Nº 1, 1991, p. 97-112.

NORTH, Douglass Cecil. ***Transaction costs, institutions, and economic performance***. *Ocasional Paper* Nº 3, *International Center for Economic Growth*, San Francisco, Califórnia, 1992.

O´SULLIVAN, Arthur; SHEFFRIN, Steven; tradutora Maria Lúcia G. L. Rosa; revisora técnica e co-autora Marislei Nishijima. **Introdução à economia: princípios e ferramentas**. São Paulo, Prentice Hall, 2004.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo, Quartier Latin, 2016.

PINHEIRO, Armando Castelar. Direito e Economia num mundo globalizado: Cooperação ou Confronto? *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia**. 2ª ed. Porto Alegre, Editora Livraria do Advogado, 2008, p. 19-47.

PINHEIRO, Armando Castelar; SAADI, Jairo. **Curso de *Law and Economics***. Ed. Campus. Disponível em: <www.iadb.org/res/laresnetwork/files/pr251finaldraft.pdf> Consulta em: Consulta em 5 fevereiro 2017.

PIRES, Daniela Marin. **Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).** São Paulo, Almedina, 2015.

POPPER, Karl R. **Conjecturas e Refutações**. Brasília: Editora da UnB, 1980.

PREVIC divulga resultados de 2016 da previdência complementar fechada. Ativos dos fundos de pensão chegam a 12,7% do PIB do país. **PREVI.** 26 abril 2017. Disponível em: <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/noticias/detalhes-da-noticia/previc-divulga-resultados-de-2016-da-previdencia-complementar-fechada-1.htm> Consulta em 7 junho 2017.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; ROCHA, Lara Bonemer Azevedo da Rocha. Eficiência e Justiça. *In*: DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius; Marcia Carla Pereira, RIBEIRO. **Análise Econômica do Direito: Justiça e Desenvolvimento**. 1ª ed. Curitiba, CRV, 2016, p. 163-168.

RIO GRANDE DO SUL. **Lei 11.667, de 11 set. 2001**. Institui o sistema de gerenciamento financeiro dos depósitos judiciais pelo Poder Judiciário do Estado do Rio Grande do Sul e dá outras providências. Disponível em: <http://www.al.rs.gov.br/legis/M010/M0100018.asp?Hid_IdNorma=1560> Consulta em 14 jul. 2017.

RODAS, Sérgio. OAB questiona no STF uso de depósitos judiciais por estados e municípios. **CONJUR**, 4 fev. 2016. Disponível em: <http://www.conjur.com.br/2016-fev-04/oab-questiona-uso-depositos-judiciais-estados-municipios?> Consulta em 4 fev. 2017.

SACCONE, Rodrigo. Janot contesta saques de depósitos judiciais pelo governo do RS no STF. **G1.** Disponível em: <http://g1.globo.com/rs/rio-grande-do-sul/noticia/2016/01/janot-contesta-saques-de-depositos-judiciais-pelo-governo-do-rs-no-stf.html 2016> Consulta em 10 jul. 2017.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: Custo de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas RAE**. São Paulo, FGV EAESP, 2008.

SÁ, Thomas Tosta de. Fundos de pensão e mercado de capitais. *In:* REIS, Adacir (Org.). **Fundos de Pensão e Mercado de Capitais**. São Paulo, Peixoto Neto, 2008, p. 33-44.

SALAMA, Bruno Meyerhof. O que é Direito e Economia? *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia**. 2ª ed. Porto Alegre, Editora Livraria do Advogado, 2008, p. 49-61.

SAMUELSON, Paul A; NORDHAUS, William D. **Economia**. Tradução: Elsa Fontainha, Jorge Pires Gomes ; revisão técnica: Emílio Hiroshi Matsumura. 19. ed. Dados eletrônicos. Porto Alegre : AMGH, 2012.

SIMON, Herbert. *Theories of Bounded Rationality*. *In*: McGuire and Roy Radner (Org.). ***Decision and Organization***, North-Holand Publishing Company, 1972, p. 161-176.

SMITH, C. *Option pricing: a review*. *In*: **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, 1976, p. 3-52.

SOUSA, Almir Ferreira de. **Avaliação dos investimentos : uma abordagem prática**. [*Online*]. 1ª ed. São Paulo, Saraiva, 2007.

SPOLAVORI, Adriana Godoi. **CAPM: Um teste do modelo para o mercado brasileiro na crise do suprime**. Trabalho de conclusão de curso (Pós-Graduação em Mercado de Capitais). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2010.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito, Economia e a função social do contrato: em busca dos verdadeiros interesses coletivos protegíveis no mercado do crédito**. Disponível em: http://www.tex.pro.br/home/artigos/78-artigos-abr-2007/5581-direito-economia-e-a-funcao-

social-do-contrato-em-busca-dos-verdadeiros-interesses-coletivos-protegiveis-no-mercado-do-credito. Acesso em: 15 abr. 2017.

TIMM, Luciano Benetti; GUARISSE, João Francisco Menegol. Análise Econômica dos Contratos. *In*: TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e Economia no Brasil.** 2ª Edição. São Paulo, Atlas, 2014, p. 158-179.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. **Curso de Direito Processual Civil**. 49ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2014.

VALEU a pena continuar com a minha poupança antiga? **Minhas Economias**, 24 mar. 2016. Disponível em: <http://minhaseconomias.com.br/blog/financas-pessoais/valeu-pena-continuar-com-minha-poupanca-antiga> Consulta em: 25 maio 2017.

VARIAN, Hal R. **Microeconomia: princípios básicos**. Tradução da 4ª ed. americana: Ricardo Inojosa. Rio de Janeiro, Campus, 1999.

WESSELS, Walter J. **Microeconomia: Teoria e Aplicações. Tradutores**: Cid Knipel Moreira, Célio Kniple Moreira. São Paulo, Saraiva, 2002.

YEUNG, Luciana. Jurimetria. *In*: DOMINGUES, Victor Hugo; KLEIN, Vinicius; Marcia Carla Pereira, RIBEIRO. **Análise Econômica do Direito: Justiça e Desenvolvimento**. 1ª ed. Curitiba, CRV, 2016, p. 133-139.

ZAHR FILHO, Sérgio. **Penhora: exame da técnica processual à luz da realidade econômica e social**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ANEXOS

RECURSO ESPECIAL Nº 1.388.642 - SP (2013/0202866-3)

RELATOR	**:**	**MINISTRO MARCO AURÉLIO BELLIZZE**
RECORRENTE	:	HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
ADVOGADO	:	LUIZ CARLOS STURZENEGGER E OUTRO(S) - DF001942A
RECORRIDO	:	ARMANDO ISSAMU MATSUMOTO
ADVOGADO	:	MARIA DE FÁTIMA ALVES PINHEIRO - SP182346

EMENTA

RECURSO ESPECIAL REPRESENTATIVO DA CONTROVÉRSIA. CUMPRIMENTO DE SENTENÇA. APRESENTAÇÃO DE IMPUGNAÇÃO E NOMEAÇÃO À PENHORA DE COTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO PELA INSTITUIÇÃO FINANCEIRA EXECUTADA. **1.** PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO A DINHEIRO REPRESENTADO EM APLICAÇÃO FINANCEIRA. IMPOSSIBILIDADE. VALOR MOBILIÁRIO, SEGUNDO A DICÇÃO DO ART. 2º, V, DA LEI N. 6.385/76 E EM CONSONÂNCIA COM SUA NATUREZA JURÍDICA. **2.** RECUSA DO EXECUTADO, CONSIDERADA LEGÍTIMA PELAS INSTÂNCIAS ORDINÁRIAS A PARTIR DAS PARTICULARIDADES DO CASO CONCRETO. POSSIBILIDADE. ONEROSIDADE EXCESSIVA AO DEVEDOR. NÃO OCORRÊNCIA. CONCLUSÃO QUE NÃO IMPLICA INOBSERVÂNCIA DA INTANGIBILIDADE DOS DEPÓSITOS MANTIDOS NO BANCO CENTRAL DO BRASIL OU DA IMPENHORABILIDADE DAS RESERVAS BANCÁRIAS. **3.** CONFORMAÇÃO DAS TESES PARA EFEITO DO ART. 543-C DO CPC (ART. 1.036 NCPC). **4.** RECURSO ESPECIAL IMPROVIDO.

1. A partir da própria literalidade do art. 2º, V, da Lei n. 6.385/76, as cotas de fundo de investimento são valores mobiliários, e, como tal, não constam, em primeiro lugar, na ordem legal de preferência da penhora. Diversamente do que ocorre com o dinheiro em espécie, com o dinheiro depositado em conta bancária ou com aquele representado por aplicações financeiras, em que a constrição recai sobre um valor certo e líquido, as cotas de fundo de investimentos encontram-se vinculadas às variações e aos riscos de mercado, de crédito e de liquidez atinentes aos ativos financeiros componentes da carteira, em maior ou menor grau, o que, por si só, justifica a diversidade de gradação, para efeito de penhora, imposta pela lei adjetiva civil.

2. A gradação legal estabelecida no art. 655 do CPC/73, estruturado de acordo com o grau de aptidão satisfativa do bem penhorável, embora seja a regra, não tem caráter absoluto, podendo ser flexibilizada, em atenção às particularidades do caso concreto, sopesando-se, necessariamente, a potencialidade de satisfação do crédito, na medida em que a execução se processa segundo os interesses do credor (art. 612), bem como a forma menos gravosa ao devedor (art. 620).

2.1 Em se reconhecendo a legitimidade da recusa da nomeação do valor mobiliário sob comento (com esteio nas particularidades do caso concreto), cabe à instituição financeira, de reconhecida e incontroversa capacidade financeira, proceder à garantia do juízo, que poderá recair sobre numerário constante de suas agências ou sobre o produto do capital investido em suas noticiadas aplicações financeiras, ainda que para isso tenha que efetivar o correlato resgate ou deixar de lucrar a rentabilidade esperada, circunstâncias que não dizem respeito ao exequente, cujos interesses norteiam o desenvolvimento do processo executivo, tampouco evidenciam, por si, onerosidade excessiva ao devedor. Providência, é certo, que não toca a intangibilidade dos depósitos mantidos no Banco Central, tampouco a impenhorabilidade das reservas bancárias.

3. Para fins do art. 543-C do CPC/73 (art. 1.036 do NCPC):

3.1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73 (ou no inciso I do art. 835 do NCPC).
3.2. A recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, reputada legítima a partir das particularidades de cada caso concreto, não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor, violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil ou afronta à impenhorabilidade das reservas obrigatórias.
4. Recurso Especial improvido.

ACÓRDÃO

Vistos, relatados e discutidos estes autos, acordam os Ministros da Corte Especial do Superior Tribunal de Justiça, na conformidade dos votos e das notas taquigráficas a seguir, por unanimidade, conhecer do recurso especial e negar-lhe provimento, nos termos do voto do Sr. Ministro Relator.

Os Srs. Ministros Felix Fischer, Nancy Andrighi, João Otávio de Noronha, Humberto Martins, Herman Benjamin, Napoleão Nunes Maia Filho, Jorge Mussi, Og Fernandes, Luis Felipe Salomão, Mauro Campbell Marques e Raul Araújo votaram com o Sr. Ministro Relator.

Não participaram do julgamento o Sr. Ministro Francisco Falcão e a Sra. Ministra Maria Thereza de Assis Moura.

Ausente, justificadamente, o Sr. Ministro Benedito Gonçalves.

Presidiu o julgamento a Sra. Ministra Laurita Vaz.

Brasília, 03 de agosto de 2016 (data do julgamento).

MINISTRA LAURITA VAZ, Presidente

MINISTRO MARCO AURÉLIO BELLIZZE, Relator

RECURSO ESPECIAL Nº 1.388.642 - SP (2013/0202866-3)

RELATÓRIO

O SENHOR MINISTRO MARCO AURÉLIO BELLIZZE:

HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo interpõe recurso especial fundado nas alíneas *a* e *c* do permissivo constitucional, em contrariedade ao aresto prolatado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, assim ementado:

> AGRAVO DE INSTRUMENTO. Cumprimento de sentença. Oferecimento de cotas de fundo de investimento pelo executado. Recusa do Exequente. Decisão agravada que acertadamente rejeitou a oferta, com fundamento no respeito à ordem legal de preferência - Bem oferecido que não se confunde com dinheiro depositado em aplicação financeira em aplicação financeira - Inteligência do art. 655 do CPC. Recurso desprovido. Prejudicada a análise do pedido de efeito suspensivo.

Subjaz ao presente recurso especial execução individual de sentença (exarada na ação civil pública n. 583.00.1993.808239, transitada em julgado), promovida por Armando Issamu Matsumoto contra HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo. Após a liquidação do *decisum,* o banco executado foi intimado a realizar o pagamento no prazo de 15 dias, sob pena de multa de 10%, nos termos do art. 475-J, CPC. Ato contínuo, HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo apresentou impugnação, ocasião em que, preliminarmente, ofereceu à penhora cotas do Fundo de Investimento REFERENCIADO DI GJ (CNPJ n. 11.549.965/000-54). O exequente, por sua vez, não aceitou o bem dado em garantia do juízo, por não obedecer à ordem legal de preferência estabelecida no art. 655 do CPC.

O Juízo de primeira instância acolheu a recusa do exequente, nos seguintes termos:

> "Fls. 183 e seguintes: Cuida-se de impugnação ao bem indicado à penhora pelo HBSC Bank S.A.. Com razão o exequente, o bem indicado não respeita a ordem do art. 655 do Código de Processo Civil. Assim, o depósito judicial prefere à garantia ofertada pelo executado. Possibilito ao executado que efetive em 05 dias o depósito judicial dos valores discutidos. (e-STJ, fl. 28).

Em contrariedade ao *decisum,* HSBC Bank Brasil S.A - Banco Múltiplo interpôs agravo de instrumento, ao qual o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

negou provimento, por reputar que o fundo de investimento oferecido à penhora não se subsume ao inciso I do art. 655 do CPC, segundo o qual a constrição judicial deve recair, em primeiro lugar, sobre "dinheiro em espécie, em depósito ou aplicação financeira", notadamente porque se trata de fundo cuja política de investimento envolve a aquisição de ativos financeiros que acompanham as variações o Certificado de Depósito Interbancário - CDI, com valor de mercado variável, portanto. Reconheceu-se, também, que a penhora de disponibilidade financeiras, tal como requerido pelo exequente, não importa em maior onerosidade para o executado. O aresto recebeu a ementa inicialmente reproduzida (e-STJ, fls. 33-39).

Opostos embargos de declaração, estes foram rejeitados (e-STJ, fls. 52-55).

HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo nas razões de seu recurso especial, aponta violação dos arts. 535, 620 e 655, I, do Código de Processo Civil; 10, VI, da Lei n. 4.595/64; e 68 da Lei n. 9.069/95, além de dissenso jurisprudencial.

Sustenta, preliminarmente, negativa de prestação jurisdicional, sob o argumento de que, caso se reconheça a não ocorrência de prequestionamento dos artigos reputados violados, destacadamente os arts. 620 e 655, I, CPC, o acórdão proferido no julgamento dos embargos de declaração deve ser anulado.

No mérito, sustenta, em suma, que "tanto o depósito judicial quanto o investimento em instituição financeira" - como é o caso das cotas de fundos de investimentos aqui discutidas - "correspondem a dinheiro e estão listados na mesma ordem de preferência", constante do inciso I do art. 655 do CPC, entre os bens penhoráveis. Argumenta, no ponto, que a "vinculação da rentabilidade do fundo às variações do CDI não se presta para alterar sua natureza de aplicação financeira, tal como estabelecido pelo artigo 655, I, do CPC, porque toda aplicação financeira, e mesmo o depósito judicial, tem um determinado tipo de rentabilidade previamente estabelecido", podendo ser fixa ou variável a depender do tipo de investimento.

Aduz, ainda, que a compreensão adotada pelo Tribunal de origem onera demasiadamente o executado, na medida em que o submete "a ter de resgatar aplicações financeiras que estão no seu ativo rendendo, no mínimo, o CDI para realizar o depósito judicial", impondo-lhe "uma substancial perda de rentabilidade". Ressalta, a propósito, ser "certo que o crédito negociado entre o TJ/SP e o banco

depositário dos depósitos judiciais estabelece que os mesmos são remunerados com base na variação da TR e é fato notório que a TR (tal como os depósitos de poupança que também lhe são atrelados) rende muito menos do que as aplicações financeiras vinculadas ao CDI".

A corroborar o argumento de excessiva onerosidade sofrida pelo executado, tece as seguintes considerações:

> "o inciso IV do art. 10 da Lei n. 4.595, de 31.12.1964 estabelece que os bancos são obrigados a recolher ao Banco Central do Brasil todos os depósitos compulsórios e voluntários à vista. Em outras palavras: bancos podem e têm algum numerário (papel moeda) em suas agências para satisfazer as necessidades de troco e meio circulante da população, mas tudo que sobeja à esse necessidade ou é recolhido ao Banco Central, ou é investido em aplicações financeiras, mas não pode ser objeto de depósito à vista em outras instituições financeiras. Os valores recolhidos ao Banco Central - também chamados de reservas bancárias - por sua vez, são impenhoráveis, por força do art. 68 da Lei n. 9.069, de 29.06.1995"

E conclui:

> Ao não se atentar para esses comandos legais, o acórdão recorrido terminou violando o art. 620 do CPC. Isto porque, dado que, por lei, o agravante [recorrente] não pode ter contas de depósito em outros bancos e as reservas bancárias são impenhoráveis, todo e qualquer bem que ele ofereça à penhora, ou está classificado nos itens II a X do art. 655 do CPC, ou há de ser retirado de suas aplicações financeiras para ser objeto do deposito judicial.

Por fim, suscita a existência de dissenso pretoriano (e-STJ, fls. 58-77).

Armando Issamu Matsumoto apresentou contrarrazões às fls. 94-101 (e-STJ).

A Presidência da Seção de Direito Privado do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, com fulcro no art. 543-C, § 1º, do CPC, admitiu o presente recurso como representativo da controvérsia, evidenciando a multiplicidade de processos com a temática acima referida nos seguintes termos:

> [...] Inicialmente, cumpre anotar que a irresignação foi apresentada em uma das milhares de execuções decorrentes da ação civil pública ajuizada pelo IDC - Instituto de Defesa do Consumidor, em face de Banco Bamerindus do Brasil S/A, sucedido processualmente por HSBC BANK BRASIL S/A - Banco Múltiplo, cujo pleito principal foi o pagamento de expurgos inflacionários em cadernetas de poupança. Esta Presidência já remeteu ao egrégio Superior Tribunal de Justiça outros treze processos como representativos da controvérsia

> específicas das habilitações individuais. Agora, o mesmo Banco apresenta novas questões jurídicas em outras centenas de processos, desta vez em fase de execução. [...]
> Por outro lado e conforme já informado no representativo da controvérsia outrora admitido ao egrégio Superior Tribunal de Justiça, há notícia de mais de 4.000 processo de habilitação referentes à mesma ação coletiva originária, que poderão se tornar outras milhares de execuções, nas quais o Banco tem sempre defendido as teses aqui abrangidas, de modo que se torna evidente o caráter múltiplo do processo *sub judice.*

Em atenção à multiplicidade de recursos noticiada pelo Tribunal de origem que versam sobre as mesmas questões discutidas nos presentes autos, consistentes em saber: *i)* se a nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, nos moldes oferecidos pelo banco executado, subsume-se à ordem de preferência legal disposta no inciso I do artigo 655 do Código de Processo Civil (dinheiro em aplicações financeiras); e *ii)* se a recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento torna a situação do devedor excessivamente gravosa, viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil e fere a impenhorabilidade das reservas bancárias obrigatórias; o presente recurso especial foi admitido como representativo da controvérsia, nos termos do art. 543-C do Código de Processo Civil.

E, considerada a pertinência das questões às Turmas componentes da Primeira e da Segunda Seção, o presente julgamento foi afetado à Corte Especial. Na oportunidade, determinou-se, ainda, que os tribunais de justiça e os tribunais regionais federais suspendessem os processos com idêntica temática, de acordo com o que dispõe o art. 2º, § 2º, da Resolução n. 8/2008 do STJ.

Febraban - Federação Brasileira de Bancos requereu sua admissão no feito na qualidade de *amicus curie* e, desde logo, apresentou, "a título de colaboração" sua manifestação (e-STJ, fls. 218-274).

O Ministério Público Federal, intimado, ofertou parecer no sentido de que o recurso seja parcialmente conhecido e, nessa extensão, desprovido, "prevalecendo, para os efeitos do art. 543-C, do Código de Processo Civil, a tese de que a nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, nos moldes oferecidos pelo banco executado, não se subsume à ordem de preferência legal disposta no art. 655, I, do CPC (dinheiro em aplicações financeiras), sendo que a recusa da nomeação à

penhora dessas cotas não torna a situação do devedor excessivamente gravosa, não viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil, nem fere a impenhorabilidade das reservas bancárias obrigatórias" (e-STJ, fls. 192-214).

É o relatório.

RECURSO ESPECIAL Nº 1.388.642 - SP (2013/0202866-3)

VOTO

O SENHOR MINISTRO MARCO AURÉLIO BELLIZZE(RELATOR):

De início, sobre a prefacial aventada, consistente na alegação de negativa de prestação jurisdicional, é de se reconhecer a insubsistência da argumentação.

Efetivamente, a parte recorrente não aduziu, como seria de rigor, em que vício de julgamento o aresto recorrido teria incidido (omissão, contradição, obscuridade ou erro material), tampouco no que este consistiria, o que evidencia, no ponto, a deficiência das razões recursais, a atrair a incidência do enunciado n. 284 da Súmula do STF.

No mérito, a discussão instaurada no presente recurso especial, bem delimitada na própria conformação das teses a serem firmadas sob o rito do art. 543-C, do CPC/73, consiste em saber: *i)* se a nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, nos moldes oferecidos pelo banco executado, subsume-se à ordem de preferência legal disposta no inciso I artigo 655 do Código de Processo Civil (dinheiro em aplicações financeiras); e *ii)* se a recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento torna a situação do devedor excessivamente gravosa, viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil e fere a impenhorabilidade das reservas bancárias obrigatórias.

De plano, importa esclarecer que, em atenção à teoria dos atos isolados, a presente controvérsia, **de natureza eminentemente processual**, deve ser dirimida sob a égide do Código de Processo Civil de 1973. Sem olvidar a aplicação imediata da lei de cunho processual aos processos pendentes (*tempus regit actum*), deve-se, pois, isolar e preservar os atos processuais praticados sob a vigência da lei adjetiva anterior, como corolário, no caso, do ato jurídico perfeito. Por conseguinte, o ato processual é regido pela lei adjetiva que se encontra em vigor no momento em que é praticado.

Na hipótese dos autos, o oferecimento à penhora de cotas do fundo de investimento REFERENCIADO DI GJ por HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo, por

ocasião de sua impugnação ao cumprimento de sentença (de sentença transitada em julgado em ação civil pública), assim como a recusa por parte do exequente Armando Issamu Matsumoto, deram-se sob a vigência do Código de Processo Civil de 1973, razão pela qual, por esse diploma legal, são regulados.

Definida a lei processual a reger a controvérsia posta, de natureza exclusivamente processual (CPC/73), tem-se por oportuno tecer algumas considerações sobre a conveniência de se proceder ao presente julgamento sob o rito dos recursos repetitivos, mesmo após a entrada em vigor da Lei n. 13.105/2015 (NCPC).

Não bastasse a multiplicidade de recursos com temática idêntica à veiculada nos presentes autos, noticiada na origem, o que, por si só, autoriza a adoção do rito contido no art. 543-C, de se constatar, também, que o NCPC, tal como o CPC/73, determina que a penhora recaia, preferencialmente, **em primeiro lugar**, sobre "dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira".

Nesse contexto, a conclusão, na forma de tese, a ser extraída acerca da discussão travada nos presentes autos (consistente, basicamente, em saber se cota de fundo de investimento se subsume ou não na expressão contida no inciso I da ordem legal acima reproduzida), pode nortear também a interpretação de casos vindouros, sob a vigência do NCPC, pois, como visto, a redação do dispositivo legal correlato (constante do inciso I, ressalta-se) não foi modificada.

A propósito, transcreve-se o teor dos artigos que veiculam a ordem legal dos bens a serem preferencialmente penhorados no CPC/73 e no NCPC, respectivamente:

> **Art. 655. A penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:**
> **I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;**
> II - veículos de via terrestre;
> III - bens móveis em geral;
> IV - bens imóveis;
> V - navios e aeronaves;
> VI - ações e quotas de sociedades empresárias;
> VII - percentual do faturamento de empresa devedora;
> VIII - pedras e metais preciosos;
> IX - títulos da dívida pública da União, Estados e Distrito Federal com cotação em mercado;
> **X - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;**

XI - outros direitos. **[CPC/73]**

Art. 835. penhora observará, preferencialmente, a seguinte ordem:
I - dinheiro, em espécie ou em depósito ou aplicação em instituição financeira;
II - títulos da dívida pública da União, dos Estados e do Distrito Federal com cotação em mercado;
III - títulos e valores mobiliários com cotação em mercado;
IV - veículos de via terrestre;
V - bens imóveis;
VI - bens móveis em geral;
VII - semoventes;
VIII - navios e aeronaves;
IX - ações e quotas de sociedades simples e empresárias;
X - percentual do faturamento de empresa devedora;
XI - pedras e metais preciosos;
XII - direitos aquisitivos derivados de promessa de compra e venda e de alienação fiduciária em garantia;
XIII - outros direitos.
§ 1o É prioritária a penhora em dinheiro, podendo o juiz, nas demais hipóteses, alterar a ordem prevista no *caput* de acordo com as circunstâncias do caso concreto.
§ 2º Para fins de substituição da penhora, equiparam-se a dinheiro a fiança bancária e o seguro garantia judicial, desde que em valor não inferior ao do débito constante da inicial, acrescido de trinta por cento. **[NCPC]**

Desse modo, tem-se por apropriado proceder ao presente julgamento sob o rito dos recursos repetitivos, cuja tese a ser firmada tem aplicabilidade inclusive nos casos vindouros, sob a égide da Lei n. 13.105/2015 (NCPC).

Feitas tais considerações, passa-se, doravante, ao enfrentamento das questões postas no presente recurso especial.

Argumenta o banco insurgente, em suma, que, para efeito da ordem legal dos bens a serem preferencialmente penhorados, a cota de fundo de investimento deve ser concebida como aplicação em instituição financeira, encontrando-se inserida, segundo defende, no inciso I do art. 655 do CPC/73.

A aludida exegese, contudo, não encontra respaldo legal, tampouco se coaduna com a natureza jurídica do **valor mobiliário** sob comento.

Efetivamente, de acordo com o que dispõe o art. 2º, V, da Lei n. 6.385/76 (que disciplinou o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários), as cotas de fundos de investimento consistem em valores mobiliários e, como tal, não se encontram em primeiro lugar, na ordem legal de preferência de

penhora, contida no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas sim, expressamente, no inciso X (ou no inciso III do art. 835 do NCPC; ou no inciso VIII do art. 11 da Lei n. 6.830/80).

Por oportuno, transcreve-se o teor do citado preceito legal:

> **Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:**
> I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
> II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
> III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
> IV - as cédulas de debêntures;
> **V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;**
> VI - as notas comerciais;
> VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
> VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
> IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei n. 10.303, de 31/10/2001).

Ressai evidenciado, assim, pela própria literalidade do dispositivo legal acima transcrito, que valores mobiliários, como é o caso das cotas de fundo de investimento, não se confundem com aplicações financeiras previstas na legislação processual (art. 655, I, do CPC). Veja-se, pois, que, diversamente do que ocorre com o dinheiro em espécie, com o dinheiro depositado em conta bancária ou com aquele representado por aplicações financeiras, as cotas de fundo de investimento encontram-se invariavelmente sujeitas aos ricos de mercado, de crédito e de liquidez, o que, por si só, justifica a diversidade de gradação, para efeito de penhora, imposta pela lei adjetiva civil.

Como não poderia deixar de ser, a própria concepção de fundo de investimento corrobora, conforme se demonstrará, com a definição legal acima retratada (qual seja, a de que as cotas de fundos de investimento consubstanciam valores mobiliários).

Para tanto, a Comissão de Valores Mobiliários, ao dispor sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimentos, por meio da Instrução Normativa n. 555/2014, assim os

define:

> **Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.**
> Art. 4º O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.
> Parágrafo único. Desde que expressamente autorizado pelo regulamento ou pela assembleia geral de cotistas, o fundo pode destinar diretamente aos cotistas as quantias que lhe forem atribuídas a título de dividendos, juros sobre capital próprio, reembolso de proventos decorrentes do empréstimo de valores mobiliários, ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem sua carteira.

Compreende-se, por fundo de investimento, uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio (***sui generis***), administrada por terceiro (pessoa jurídica autorizada pela Comissão de Valores Monetários para o desempenho de tal mister) e destinada à aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários, correspondentes ao perfil de investimento perseguido coletivamente que guarda em si, naturalmente, um grau maior ou menor de risco.

A partir da constituição do fundo de investimento, que se dá por meio da reunião de aportes financeiros manejados por investidores, o terceiro administrador os aplica em títulos e valores mobiliários, com o intuito de obter lucro/rendimento, sujeitando-se aos riscos das variações dos índices do mercado financeiro.

O capital investido, assim, é convertido em cotas, distribuídas proporcionalmente aos investidores, que passam a ter direito apenas sobre estas frações patrimoniais do fundo (cotas) — e não sobre todo o patrimônio do fundo, do que ressai o caráter *sui generis* do propagado condomínio —, o que lhes confere o direito aos respectivos rendimentos, o direito de resgate e o direito de participar, ao final, da liquidação do fundo, se for o caso, sempre vinculados aos ativos financeiros que compõem a carteira de investimentos do Fundo.

A propósito, traz-se a colação o escólio de Rodrigo Alves da Silva, que bem delineia os traços caracterizadores do fundo de investimento:

> **"Os fundos são entidades de investimento coletivo constituídas por contratados particulares entre a instituição administradora e os clientes, onde o montante de recursos acumulado é destinado à aplicação em uma carteira diversificada de títulos e valores**

> **disponíveis no mercado financeiro.** O cliente que destinar seu capital a um determinado fundo receberá cotas de participação deste, tornando-se cotista do fundo. As cotas representam frações ideais do patrimônio do fundo, sendo que o número de cotas a ser recebido é diretamente relacionado ao valor investido. **Essas cotas substituem-se aos múltiplos valores que compõem a carteira de investimento do fundo, de forma que a aplicação nas cotas de um fundo constitui uma aplicação indireta, que assegura uma diversificação do risco, que de outra forma exigiria múltiplas aplicações diretas, dificultando muito o acesso do investidor individual, o qual, na maioria das vezes, é desprovido de meios para assegurar uma eficiente gestão de sua carteira.**
> [...] Conforme leciona Maria João Romão Carneiro Vaz Tomé:
>
> > Esses fundos constituem um tipo particular de instituição intermediária no mercado de crédito, que se substitui a numerosos titulares de capitais para organizar e gerir uma carteira de valores mobiliários (...). Assim, **os seus objetivos assumidos, em benefício dos participantes, consistem na gestão profissional no fracionamento dos riscos, na estabilização do rendimento, nos proventos do capital e no remédio contra a desvalorização**. Por seu turno, os seus efeitos implícitos, favoráveis à economia em geral, traduzem-se na proteção do aforro, na difusão do acionário, no desenvolvimento da bolsa de valores e na tutela das minorias. [...]
>
> Resta claro, então, que o *status* do cotista não é o do titular de um direito real, de modo que representa, nessa relação jurídica, um co-proprietário passivo. Dessa maneira, não se visualiza o direito do cotista, sobre o patrimônio do fundo, como aquele de propriedade plena, a cujo portador se atribui o *jus utendi,* o *jus fruendi* e o *jus obtendi* . O direito do cotista se reduz à percepção dos rendimentos e ao direito de resgate das cotas, ou de ter lugar na liquidação do fundo. Logo, não se observa nestes a existência de certos atributos essenciais do condomínio, como a possibilidade de usar, gozar, dispor e reivindicar da coisa comum, derivados do direito real de domínio conferido aos condôminos. Ao transferir seus recursos para o fundo, o cotista passa a ter somente o direito sobre suas cotas e não sobre os ativos componentes do patrimônio do fundo. (Silva, Rodrigo Alves da. Direito Bancário e Temas Afins. Organizadores: Geral José Guimarães da Silva e Antônio Márcio da Cunha Guimarães. Lex Editora S.A. 2003. p. 578 e 597) - sem grifo no original

Destaca-se, por conseguinte, haver uma indissociável vinculação entre os recursos aportados em um fundo de investimento (convertidos, a partir de então, em cotas, de titularidade de cada investidor) com a aplicação propriamente realizada pelo fundo em determinados ativos financeiros, com cotações no mercado. Por consectário, referidos recursos, convertidos em cotas, passarão a seguir, necessariamente, a sorte desses ativos investidos pelo Fundo quanto à existência, à negociabilidade, à liquidez,

e, portanto, aos riscos daí advindos, em maior ou menor grau.

Aliás, conforme esclarece o Conselho de Valores Mobiliários, em seu sítio eletrônico, o investidor encontra-se **invariavelmente** sujeito aos riscos de mercado, de crédito e de liquidez próprios dos ativos financeiros que compõem a carteira de investimento do fundo. O risco de mercado decorre da própria volatilidade nos preços dos ativos, o que torna incerto o valor de resgate ou o valor de venda das cotas. O risco de crédito, por sua vez, relaciona-se à liquidação do título na data do vencimento, que, a depender de uma série de fatores mercadológicos e econômicos, pode fazer com que o investimento não atinja o rendimento esperado. O risco de liquidez, por fim, pode referir-se ao ativo propriamente dito, caso em que o administrador do fundo pode encontrar dificuldade em vendê-lo, a obstaculizar o resgate de investimento; e pode referir-se à cota do fundo, na modalidade "fechado", caso em que o investidor pode, eventualmente, encontrar dificuldade em aliená-la, sujeitando-se a obter, também nesse caso, um rendimento aquém do esperado.

Como assinalado, estes riscos são inerentes a todos os fundos de investimento, que podem ser naturalmente minorados — mas não totalmente extirpados — a depender dos ativos e títulos financeiros que, de modo preestabelecido, venham a compor a carteira do fundo e retratem, na medida do possível, um investimento de perfil mais conservador.

Tampouco se afigura influente à conclusão que ora se firma, o fato de o fundo de investimento ser qualificado como de "renda fixa", pois, conforme determina a Instrução Normativa n. 505 do CVM, este fundo tem "como principal fator de risco de sua carteira" a variação da taxa de juros, de índice de preço, ou ambos, devendo possuir "no mínimo 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe", (arts. 109 e 110), o que evidencia, de igual modo, a presença dos riscos acima aludidos, ainda que em menor grau.

Arnaldo Rizzardo, ao dispor sobre a rentabilidade dos fundos atrelada à volatilidade dos ativos adquiridos, ressalta:

> **O fundo de investimento adquire ativos, numa determinada proporção de títulos públicos federais e de títulos junto a instituições privadas.** Nesta distribuição, a carteira de ativos pode compor-se de oitenta por cento de títulos públicos e vinte por cento de

> títulos privados (como Certificados de Depósito Interbancário). A cada aplicação obedece-se essa tática de aquisição. Não interfere na variação dos preços no mercado. **Valorizando, resulta um ágio favorável aos titulares das quotas; desvalorizando, repassa-se o deságio aos mesmo aplicadores, que terão de suportar as perdas. Os próprios ativos podem implicar no valor dos fundos. Se desvalorizam, consequentemente também os fundos se desvalorizam, não se limitando o fenômeno a uma simples perda de rentabilidade. Não encontrando lastro no mercado, embora um determinado valor de face, é possível que venha a ser comercializado por um preço inferior. Aí é o título que se desvaloriza, importando em uma redução do montante investido pelo aplicador.**
>
> [...] Rodrigo Alves da Silva ressalta, quanto à formação do fundo: "um fundo de investimento é formado por uma porção de ações, de Certificados de Depósitos Bancários (CDB), de títulos de Governo e quaisquer outros tipos de ativos móveis financeiros pertencentes a um ou vários investidores que os entrega para ser administrado por terceiros, visando ao lucro." **Consoante é do conhecimento geral, há Fundos de Renda Variável e Fundos de Renda Fixa. Os primeiros aplicam a maior parte de seu patrimônio em títulos de renda variável, enquanto os segundos são de menor quantidade, dando-se o inverso no tocante aos de renda variável** (Rizzardo, Arnaldo. Contratos de Crédito Bancário. 10ª Edição. 2013. Revista dos Tribunais. p. 319 e 316-318) - sem grifo no original

Sem prejuízo dos riscos anteriormente delineados, sobre os fundos de investimentos, incidem ainda a taxa de administração, entre outras possivelmente preestabelecidas, como é o caso de taxa de performance, além da inafastável tributação, tudo a bem evidenciar que eventual constrição sobre a cota de fundo de investimento não incide sobre um numerário certo e líquido.

A propósito do tema, consigna-se que, na sessão de julgamento do dia 3/8/2016, durante os debates, houve a menção acerca da existência de fundos de investimentos que não teriam cotação em mercado, o que, conforme expressamente registrado na oportunidade, não muda a compreensão ora exposta. Como já assinalado, o investidor encontra-se **invariavelmente** sujeito aos riscos de mercado, de crédito **e de liquidez** próprios dos ativos financeiros que compõem a carteira de investimento do fundo. Logo, sendo os riscos, especialmente os de liquidez, inerentes a todos os fundos de investimentos, ainda que possam ser minorados (mas não totalmente eliminados), para a presente finalidade (ordem de penhora), as quotas de fundo de investimento não contêm o grau de liquidez próprio do dinheiro ou do dinheiro

em aplicação financeira.

Assim gizados os contornos das cotas de fundo de investimento, que, por expressa definição legal, constituem valores mobiliários (art. 2º, V, da Lei n. 6.385/76), pode-se afirmar com segurança que estas não se incluem, para efeito de ordem legal da penhora, no conceito "de dinheiro em aplicação financeira", cuja eventual constrição judicial recai sobre numerário certo e líquido, que ficará bloqueado ou depositado, a disposição do juízo em que se processa a execução.

Nesse sentido, posicionam-se as Turmas integrantes da Seção de Direito Público e da Seção do Direito Privado do STJ, conforme dão conta os seguintes precedentes:

> ADMINISTRATIVO E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. **EXECUÇÃO FISCAL.** CRÉDITO NÃO-TRIBUTÁRIO. **OFERECIMENTO À PENHORA DE COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO. PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO À DINHEIRO. IMPOSSIBILIDADE. CONDOMÍNIO DE RECURSOS FINANCEIROS SUJEITOS ÀS VARIAÇÕES DE MERCADO. INCERTEZA QUANTO AO MONTANTE A SER EVENTUALMENTE LIQUIDADO.**
> **1. Recurso especial no qual se discute a possibilidade de, em execução fiscal, se equiparar cotas de fundo de investimento ao dinheiro em aplicação em instituição financeira (art. 655, inciso I, do CPC).**
> **2. A expressão "dinheiro em aplicação financeira" não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento.**
> **3. Ao se proceder à penhora dinheiro em depósito ou em aplicação financeira, a constrição processual atinge numerário certo e líquido, que fica bloqueado ou depositado, à disposição do juízo da execução fiscal. Por sua vez, o valor financeiro referente a cotas de fundo de investimento não é certo e pode não ser líquido, a depender de fatos futuros que não podem ser previstos pela parte exequente, ou pela executada ou pelo juízo da execução.**
> 4. Nessa linha, na eventualidade de conversão das cotas em dinheiro, existe a possibilidade de a Fazenda exequente ter que proceder a eventual reforço da penhora, além de ter que discutir possíveis controvérsias a respeito da remuneração do capital, uma vez que somente o depósito em dinheiro é que faz cessar a responsabilidade pela atualização monetária e pelos juros de mora (§ 4 º do art. 9º da LEF).
> **5. Conclui-se, portanto, pela impossibilidade jurídica de se equiparar as cotas de fundos de investimento a "dinheiro em aplicação financeira", embora os fundos de investimento sejam uma espécie de aplicação financeira. Não há, pois, violação do art. 655, inciso I, do CPC.**
> 6. A tese relativa à observância do princípio da menor onerosidade não pode ser apreciada em sede de recurso especial, à luz do entendimento

contido na Súmula n. 7 do STJ. Nesse sentido: AgRg no AREsp 66.122/PR, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, Primeira Turma, DJe 15/10/2012; AgRg no AREsp 205.217/MG, Rel. Ministro Teori Albino Zavascki, Primeira Turma, DJe 04/09/2012.
7. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, não provido.
(REsp 1346362/RS, Rel. Ministro BENEDITO GONÇALVES, PRIMEIRA TURMA, julgado em 04/12/2012, DJe 07/12/2012) - sem grifo no original

PROCESSUAL CIVIL E ADMINISTRATIVO. AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. DÍVIDA NÃO TRIBUTÁRIA. PENHORA. COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO. EQUIVALÊNCIA A DINHEIRO. INEXISTÊNCIA. MENOR ONEROSIDADE. VERIFICAÇÃO. SUMULA 7/STJ. PRECEDENTES.
1. "A expressão 'dinheiro em aplicação financeira' não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento" (REsp 1.346.362/RS, Rel. Ministro Benedito Gonçalves, Primeira Turma, DJe 7/12/2012).
2. Não há como se avaliar violação do princípio da menor onerosidade previsto no art. 620 do CPC, uma vez que implicaria o revolvimento de fatos e provas, ante o óbice da Súmula 7/STJ.
3. Agravo regimental a que se nega provimento.
(AgRg no AREsp 543.966/PR, Rel. Ministro OG FERNANDES, SEGUNDA TURMA, julgado em 20/11/2014, DJe 05/12/2014) - sem grifo no original

AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO. TÍTULO EXTRAJUDICIAL. **SUBSTITUIÇÃO DE PENHORA. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS. IMPOSSIBILIDADE. PRECEDENTES. SÚMULA Nº 83/STJ**. OMISSÃO INEXISTENTE. CIRCUNSTÂNCIAS FÁTICAS. IMPOSSIBLIDADE DE REVISÃO. SÚMULA Nº 7/STJ. DEFICIÊNCIA. FUNDAMENTAÇÃO RECURSAL. SÚMULAS NºS 283 E 284/STF.
1. Não viola o art. 535 do CPC o acórdão que motiva adequadamente sua decisão, solucionando a controvérsia com a aplicação do direito que entendeu cabível à hipótese.
2. Há deficiência na fundamentação recursal quando, além de ser incapaz de evidenciar a violação do dispositivo legal invocado, as razões apresentam-se dissociadas dos motivos esposados pelo tribunal de origem. Incidem, nesse particular, por analogia, os rigores das Súmulas nºs 283 e 284/STF.
3. Se as conclusões da Corte de origem resultam da estrita análise das provas carreadas aos autos e das circunstâncias fáticas que permearam a demanda, não há como rever o posicionamento em virtude da aplicação da Súmula nº 7/STJ.
4. Impossibilidade jurídica de se equiparar as cotas de fundos de investimento a dinheiro em aplicação financeira. Violação do art. 655, inciso I, do CPC afastada. Incidência da Súmula nº 83/STJ.
5. Agravo regimental não provido.
(AgRg no AREsp 679.676/DF, Rel. Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, TERCEIRA TURMA, julgado em 20/10/2015, DJe 27/10/2015) - sem grifo no original

AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. CUMPRIMENTO DE SENTENÇA. **GARANTIA DO JUÍZO. COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO. PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO Á DINHEIRO. IMPOSSIBILIDADE.** ALEGAÇÃO DE MEIO MENOS GRAVOSO. INCIDÊNCIA DA SÚMULA 7 DO STJ.

1. "A expressão 'dinheiro em aplicação financeira' não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento" (REsp 1346362/RS, Rel. Ministro BENEDITO GONÇALVES, PRIMEIRA TURMA, julgado em 04/12/2012, DJe 07/12/2012).

2. A convicção formada pelo Tribunal de origem acerca da observância da ordem legal do art. 655 do CPC e do princípio da menor onerosidade, afastando a substituição pleiteada pela parte recorrente, decorreu dos elementos existentes nos autos, de forma que rever a decisão recorrida importaria necessariamente no reexame de provas. Incidência da Súmula 7 do STJ.

3. Agravo regimental não provido.

(AgRg no AREsp 577.992/RJ, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 16/10/2014, DJe 21/10/2014) - sem grifo no original

AGRAVO REGIMENTAL - CUMPRIMENTO DE SENTENÇA - DECISÃO MONOCRÁTICA QUE NEGOU PROVIMENTO AO AGRAVO. IRRESIGNAÇÃO DA CASA BANCÁRIA.

1. Deixa-se de homologar o pedido de desistência recursal formulado na petição nº 110858/2013, acostada às fls. 691-696, porquanto já tornada pública a decisão de fls. 684-688, que negou provimento ao agravo.

2. Tribunal de origem que afirma a incerteza e iliquidez de cotas de fundos de investimentos. Impossibilidade de revolvimento do acervo fático e probatório dos autos ante o óbice da súmula 7/STJ. A expressão "dinheiro em aplicação financeira", constante do art. 655 do CPC, não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento, pois ao se proceder à penhora de dinheiro em depósito ou em aplicação financeira, a constrição processual atinge numerário certo e líquido, ao passo que o valor financeiro referente a cotas de fundo de investimento não é certo e pode não ser líquido, visto que depende de fatos futuros que não podem ser previstos pela parte exequente, pela executada ou pelo juízo da execução. Precedente.

3. São devidos honorários advocatícios na fase de cumprimento de sentença, após o decurso do prazo para cumprimento voluntário da obrigação, que se inicia com a intimação do patrono do sucumbente a respeito da baixa dos autos e determinação de cumprimento do julgado. Entendimento consolidado no julgamento do Resp n.

1.134.186/RS, Relator Min. Luis Felipe Salomão, DJe 21.10.2011, nos moldes do art. 543-C do CPC.

4. Agravo regimental não provido.

(AgRg no AREsp 276.767/SP, Rel. Ministro MARCO BUZZI, QUARTA TURMA, julgado em 02/05/2013, DJe 13/05/2013) - sem grifo no original

Conclui-se, no ponto, portanto, que a cota de fundo de investimento

não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas sim, expressamente, no inciso X (ou no inciso III, do art. 835 do NCPC; ou no inciso VIII, do art. 11 da Lei n. 6.830/80).

Devidamente situada na ordem legal de preferência, passa-se a inferir se a recusa, pelo exequente, da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento torna, por si, a situação do devedor excessivamente onerosa, viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil e fere a impenhorabilidade das reservas obrigatórias.

A gradação legal estabelecida no art. 655 do CPC/73, estruturado de acordo com o grau de aptidão satisfativa do bem penhorável, embora seja a regra, não tem caráter absoluto, podendo ser flexibilizada, em atenção às particularidades do caso concreto, sopesando-se, necessariamente, a potencialidade de satisfação do crédito, na medida em que a execução se processa segundo os interesses do credor (art. 612), bem como a forma menos gravosa ao devedor (art. 620).

Esta compreensão, é certo, encontra-se sedimentada na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça, conforme dão conta os precedentes emanados das Turmas integrantes da Seção de Direito Público e de Direito Privado, que ensejaram a edição, pela Corte Especial, do enunciado n. 407 da Súmula desta Corte de Justiça (*in verbis:* Na execução civil, a penhora do dinheiro na ordem de nomeação de bens não tem caráter absoluto), com destaque para os seguintes julgados:

> Processual civil. Agravo regimental no agravo de instrumento.
> Execução. Nomeação de bens à penhora. Interpretação do art. 620 em harmonia com o art. 655, ambos do CPC. Súmula 83/STJ. Verificação dos motivos que justificaram a rejeição dos bens oferecidos à penhora. Súmula 7/STJ - **O art. 620 do CPC há de ser interpretado em consonância com o art. 655 do CPC, e não de forma isolada, levando-se em consideração a harmonia entre o objetivo de satisfação do crédito e a forma menos onerosa para o devedor.**
> **- A jurisprudência dominante do STJ é no sentido de que, desobedecida pelo devedor a ordem de nomeação de bens à penhora prevista no art. 655 do CPC, pode a constrição recair sobre dinheiro, sem que isso implique em afronta ao princípio da menor onerosidade da execução previsto no art. 620 do Código de Processo Civil.**
> - O entendimento pacífico da 3.ª e 4.ª Turmas do STJ é que a verificação dos motivos que justificaram a rejeição dos bens oferecidos à penhora demandam, necessariamente, o revolvimento do acervo fático-probatório dos autos, procedimento vedado nos termos da Súmula 7 do STJ.

Agravo regimental não provido.
(AgRg no Ag 633.357/RS, Rel. Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 28/06/2005, DJ 01/08/2005, p. 447) - sem grifo no original

AGRAVO REGIMENTAL. PENHORA. TÍTULO DA DÍVIDA PÚBLICA. GRADAÇÃO. ONEROSIDADE EXCESSIVA. INEXISTÊNCIA.
A gradação estabelecida pelo Art. 655 do CPC deve ser observada pelo devedor, ao nomear bens à penhora. Ela não obriga o credor que, demonstrando a insuficiência, imprestabilidade ou dificuldade de liquidação do bem, pode indicar outro que garanta satisfatoriamente a execução. É, assim, lícito ao credor recusar a nomeação de títulos da dívida pública, de discutível liquidação.
(AgRg no REsp 817.188/RN, Rel. Ministro HUMBERTO GOMES DE BARROS, TERCEIRA TURMA, julgado em 03/12/2007, DJ 14/12/2007, p. 401) - sem grifo no original

PROCESSUAL CIVIL. EXECUÇÃO FISCAL. NOMEAÇÃO DE BENS À PENHORA. ORDEM LEGAL. ART. 11 DA LEI Nº 6.830/80. AUSÊNCIA DE RIGIDEZ. BEM IMÓVEL LOCALIZADO EM COMARCA DE OUTRO ESTADO. CARTA PRECATÓRIA. DIFICULDADE DE AVALIAR E ALIENAR. INEXISTÊNCIA.
1. A gradação prevista no artigo 11 da Lei nº 6.830/80 não é rígida, podendo ser alterada a depender da situação fática, de modo que a execução satisfaça o crédito e se desenvolva da forma menos onerosa ao devedor. Precedentes.
2. O simples fato de o imóvel indicado à penhora pelo devedor encontrar-se localizado em outro Estado da Federação não implica dificuldade para se avaliar e alienar o bem, visto que a execução pode realizar-se por carta precatória. Precedente.
3. Recurso especial provido.
(REsp 939.294/SP, Rel. Ministro CASTRO MEIRA, SEGUNDA TURMA, julgado em 02/08/2007, DJ 15/08/2007, p. 269) - sem grifo no original

EXECUÇÃO. PENHORA DE TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA. POSSIBILIDADE DE RECUSA DO CREDOR. INOCORRÊNCIA DE OFENSA AO ART. 655 DA LEI PROCESSUAL CIVIL. **EM RELAÇÃO À FASE DE EXECUÇÃO, SE É CERTO QUE A EXPROPRIAÇÃO DE BENS DEVE OBEDECER A FORMA MENOS GRAVOSA AO DEVEDOR, TAMBÉM É CORRETO AFIRMAR QUE A ATUAÇÃO JUDICIAL EXISTE PARA SATISFAÇÃO DA OBRIGAÇÃO INADIMPLIDA. NECESSÁRIO A PONDERAÇÃO DE VALORES E PRINCÍPIOS DAS REGRAS PROCESSUAIS, PARA ENSEJAR SUA EFICÁCIA E EFETIVIDADE.**

CONFORME PRECEDENTES DA CORTE, A ORDEM LEGAL ESTABELECIDA PARA A NOMEAÇÃO DE BENS À PENHORA NÃO TEM CARÁTER ABSOLUTO, PODENDO O MAGISTRADO RECUSAR A NOMEAÇÃO DE TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA DE DIFÍCIL E DUVIDOSA LIQUIDAÇÃO, PARA QUE ESTA RECAIA EM DINHEIRO OU OUTROS BENS DE MELHOR LIQUIDEZ.

A ANÁLISE DA ALEGADA INCONSTITUCIONALIDADE DOS DECRETOS-LEIS NS.
263/67 E 369/68 FOGE À COMPETÊNCIA DO SUPERIOR TRIBUNAL

> DE JUSTIÇA, NÃO SE REVESTINDO, TAMBÉM, NO PONTO PRINCIPAL DA QUESTÃO.
> RECURSO ESPECIAL NÃO CONHECIDO.
> (REsp 299.439/MT, Rel. Ministro LUIS FELIPE SALOMÃO, QUARTA TURMA, julgado em 07/08/2008, DJe 18/08/2008) - sem grifo no original
>
> PROCESSUAL CIVIL. EXECUÇÃO. NOMEAÇÃO DE BENS À PENHORA. TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL. IMPUGNAÇÃO PELO CREDOR. FUNDAMENTAÇÃO. NECESSIDADE. ARTS. 620, 655 E 656, I, CPC. DOUTRINA. PRECEDENTES. RECURSO DESACOLHIDO.
> **I - A ordem legal estabelecida para a nomeação de bens à penhora não tem caráter rígido, absoluto, devendo atender às circunstâncias do caso concreto, à satisfação do crédito e à forma menos onerosa para o devedor, "a fim de tornar mais fácil e rápida a execução e de conciliar quanto possível os interesses das partes".**
> **II - A gradação legal há de ter em conta, de um lado, o objetivo de satisfação do crédito e, de outro, a forma menos onerosa para o devedor. A conciliação desses dois princípios é que deve nortear a interpretação da lei processual, especificamente os arts. 655, 656 e 620 do Código de Processo Civil.**
> III - Na espécie, as razões apresentadas pelo credor, embora apenas na contraminuta do agravo, justificam a recusa dos títulos de dívida pública, tanto pela dificuldade de sua liquidez, quanto pela insuficiência do seu valor, e também pela existência de outros bens, no caso um imóvel, capazes de solver a dívida.
> (REsp 262.158/RJ, Rel. Ministro SÁLVIO DE FIGUEIREDO TEIXEIRA, QUARTA TURMA, julgado em 22/08/2000, DJ 09/10/2000, p. 157) - sem grifo no original

Ressai evidenciado, por conseguinte, que, uma vez inobservada a gradação disposta na lei, afigura-se lícito ao credor recusar a nomeação de cotas de fundos de investimento, se, com esteio nas particularidades do caso, o aludido valor mobiliário não guarda em si a esperada liquidez a satisfazer prontamente a obrigação inadimplida, circunstância que não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor.

A pretexto de demonstrar excessiva onerosidade advinda da mencionada recusa, a argumentação expendida pelo banco executado encontra-se fulcrada, basicamente, na alegação de substancial perda de rentabilidade de seu investimento. Em seus dizeres, aduz que: "submeter o executado a ter de resgatar aplicações financeiras que estão em seu ativo rendendo, no mínimo, o CDI para realizar o depósito judicial é impor ao executado uma substancial perda de rentabilidade."

A indispensável observância da norma de sobredireito contida no art. 620 do CPC, que preconiza que a execução deve ser conduzida pelo modo menos gravoso para o devedor, não pode encerrar uma exegese que simplesmente subverta a ordem e a lógica do processo executivo, que se desenvolve segundo os interesses do credor e com a finalidade precípua de efetivar, concretamente, a satisfação da obrigação inadimplida.

De fato, os lucros que a instituição financeira deixaria de perceber, no que residiria a suposta onerosidade — o recorrente ressente-se, na verdade, do custo de oportunidade de manter seu capital em investimento que reputa ser mais rentável —, é circunstância que, por qualquer ângulo que se analise, não diz respeito ao exequente, tampouco serve de justificativa idônea para obrigá-lo a aceitar um bem que não guarda em si a aptidão ideal, segundo as particularidades do caso concreto, para satisfazer o crédito exequendo.

Aliás, a expectativa de rentabilidade, adstrita à volatilidade do mercado, caso venha a se concretizar, somente beneficiará o banco executado, em nada repercutindo na esfera de direito do exequente, que tem seu crédito restrito aos termos do título executivo, no caso, transitado em julgado (no que reside a impropriedade da premissa adotada no acórdão paradigmático, citado nas razões recursais). Do contrário, em não se efetivando, haverá que se proceder ao reforço da garantia, o que, por si, respalda a postura do exequente de recusar o bem dado em garantia.

Também sob o enfoque da onerosidade excessiva ao devedor, absolutamente insubsistente a tese de que a recusa da nomeação à penhora das cotas de fundo de investimento importaria, por via transversa, na violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil (art. 10, IV, da Lei n. 4.595/64) ou na afronta da impenhorabilidade das reservas obrigatórias (art. 68 da Lei n. 9.069/95).

Nos termos relatados, o recorrente sustenta que uma instituição financeira não possui conta-corrente em outro banco, logo o restrito numerário que possui em suas agências destina-se a fazer frente "às necessidades de troco e à moeda circulante da população", sendo certo que a quantia que sobeja, "ou é recolhido ao Banco Central ou é investido em aplicações financeiras".

O argumento é meramente retórico e, como tal, não procede.

Em se reconhecendo a legitimidade da recusa da nomeação do valor mobiliário sob comento (com esteio nas particularidades do caso concreto), cabe à instituição financeira, de reconhecida e incontroversa capacidade financeira, proceder à garantia do juízo, que poderá recair sobre numerário constante de suas agências ou sobre o produto do capital investido em suas noticiadas aplicações financeiras, ainda que para isso tenha que efetivar o correlato resgate ou deixar de lucrar a rentabilidade esperada, circunstâncias que, como já demonstrado, não dizem respeito ao exequente, cujos interesses norteiam o desenvolvimento do processo executivo, tampouco evidenciam, por si, onerosidade excessiva ao devedor.

Aliás, a linha argumentativa tecida pelo banco recorrente não encontra ressonância na jurisprudência pacífica do Superior Tribunal de Justiça, bem sintetizada no enunciado n. 328 de sua Súmula, editado pela Corte Especial, *in verbis: "*Na execução contra instituição financeira, é penhorável o numerário disponível, excluídas as reservas bancárias mantidas no Banco Central."

Desse modo, reconhecida a licitude da recusa, cabe ao banco executado, inclusive, como condição de procedibilidade de sua impugnação ao cumprimento de sentença (definitiva) apresentada, garantir o juízo, por meio de constrição que recaia sobre numerário constante de suas agências ou sobre o produto do capital investido em suas aplicações financeiras, providência que não toca a intangibilidade dos depósitos mantidos no Banco Central, tampouco a impenhorabilidade das reservas bancárias.

Por fim, a "provisoriedade" do cumprimento de sentença (definitiva), *a latere* destacada pelo recorrente, decorrente da apresentação de impugnação, em nada infirma a compreensão ora adotada. Isso porque, não bastasse o título exequendo encontrar-se lastreado em exauriente cognição judicial (sentença coletiva transitada em julgado), certo é que a execução provisória se desenvolve, no que couber, nos moldes da definitiva, e sob a conta e a responsabilidade do exequente, cabendo ao juízo da execução, na hipótese de levantamento do depósito em dinheiro, avaliar a necessidade de prestação de caução, a bem equilibrar os interesses das partes adversas.

Diante da compreensão ora externada, que retrata a jurisprudência

firmada no âmbito do Superior Tribunal de Justiça, para fins do artigo 543-C do CPC/73, propõe-se a conformação das seguintes teses:

1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73 (ou no inciso I do art. 835 do NCPC).

2. A recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, reputada legítima a partir das particularidades de cada caso concreto, não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor, violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil ou afronta à impenhorabilidade das reservas obrigatórias.

Julgamento do caso concreto.

Na espécie, o Tribunal de origem, após sopesar a potencialidade de satisfação do crédito exequendo, segundo as particularidades do caso concreto, reconheceu a legitimidade da recusa do credor, nos seguintes termos:

> O agravante sustenta que se trata de aplicação financeira e como tal é equiparado a dinheiro em espécie ou em depósito, o que afastaria a possibilidade de o credor recusar a oferta da garantia à execução. O regulamento do Fundo, disponível para consulta pública no "site" da Comissão de Valores Mobiliários [...] informa que se trata de fundo cuja política de investimento envolve a aquisição de ativos financeiros que busquem acompanhar as variações do Certificado de Depósito Interbancário - CDI. Não há como negar que o bem oferecido não se equipara a dinheiro em espécie ou depósito, já que possui valor de mercado variável. O próprio Regulamento [do Fundo REFERENCIADO DI GJ, CNPJ n. 11.549.965/0001-54) traz o alerta quanto ao risco inerente ao tipo de aplicação financeira: ***Artigo 9º -*** *Não obstante o emprego pelo ADMINISTRADOR e pelo GESTOR de plena diligência e da boa prática de administração e gestão do FUNDO, e da estrita observância da política de investimento definida neste Regulamento, das regras legais e regulamentares aplicáveis a sua administração e gestão, o FUNDO estará sujeito aos riscos inerentes às aplicações em fundos de investimentos, os quais poderão ocasionar flutuações nos preços e na rentabilidade dos ativos que compõem a sua carteira, acarretando oscilações no valor da cota (...)"* .
> Ainda que haja previsão de liquidação imediata no caso de resgate de cotas, há, entre outros riscos, o chamado risco de liquidez, expresso no item III do art. 9º do Regulamento ("***III - risco de liquidez:*** *caracteriza-se principalmente pela possibilidade de redução ou mesmo inexistência de demanda pelos ativos integrantes da carteira nos respectivos mercados em que são negociados, podendo o gestor encontrar dificuldades para liquidar posições ou negociar esses ativos pelo preço e no tempo desejado"*).

> Confirma ainda tal risco a previsão do art. 21, parágrafo segundo: "*O **FUNDO** poderá investir em cotas de fundos de investimentos com prazos de conversão de cotas e/ou pagamento de resgates superiores aos estabelecidos para o **FUNDO** neste regulamento ou, ainda, com procedimento de prévio agendamento para resgates. Caso haja solicitações de resgates no **FUNDO** que acarretem a necessidade de resgate de cotas dos fundos de investimento acima referidos, o **ADMINISTRADOR** efetuará, conforme a disponibilidade de recursos do **FUNDO**, o pagamento parcial ou integral do resgate, observando a forma, condições e prazos de conversão e pagamento estabelecidos para os fundos de investimento nos quais o **FUNDO** invista".*
> *[...]*
> Ademais, a ação de cognição tramitou por quase 20 (vinte) anos. Correr riscos agora seria inadimissível.

Nos termos da jurisprudência desta Corte de Justiça, reconhecido pelo Tribunal de origem, segundo as particularidades do caso, que o bem dado em garantia (que não obedece a ordem de preferência legal) não guarda em si a esperada liquidez a satisfazer prontamente a obrigação inadimplida — conclusão que não comporta alteração na presente via especial, conforme o enunciado n. 7 da Súmula do STJ —, afigura-se legítima a recusa do exequente, inexistindo excessiva onerosidade ao devedor.

Esclareça-se, também, que o juízo da execução, após reputar legítima a recusa da nomeação das cotas de fundo de investimento (o que ficou confirmado pelo Tribunal de origem, a partir das particularidades do caso), determinou que o banco executado procedesse ao depósito judicial dos valores discutidos (R$ 23.601,70), no prazo de 5 dias (e-STJ, fl. 28). Não há, assim, nenhuma determinação judicial para que a constrição judicial recaia sobre os depósitos compulsórios e voluntários mantidos no Banco Central do Brasil ou sobre reservas bancárias, por lei, consideradas impenhoráveis.

Nesse contexto e diante dos entendimentos insertos nas teses ora propugnadas, a insurgência recursal não merece prosperar.

Em arremate, na esteira esteira dos fundamentos acima delineados, NEGO PROVIMENTO ao presente recurso especial.

É como voto.

CERTIDÃO DE JULGAMENTO
CORTE ESPECIAL

Número Registro: 2013/0202866-3 **PROCESSO ELETRÔNICO REsp 1.388.642 / SP**

Números Origem: 00783577720128260000 5830020111128847

PAUTA: 18/05/2016 JULGADO: 18/05/2016

Relator
Exmo. Sr. Ministro **MARCO AURÉLIO BELLIZZE**

Presidente da Sessão
Exma. Sra. Ministra LAURITA VAZ

Subprocuradora-Geral da República
Exma. Sra. Dra. ELA WIECKO VOLKMER DE CASTILHO

Secretária
Bela. VÂNIA MARIA SOARES ROCHA

AUTUAÇÃO

RECORRENTE	:	HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
ADVOGADO	:	LUIZ CARLOS STURZENEGGER E OUTRO(S)
RECORRIDO	:	ARMANDO ISSAMU MATSUMOTO
ADVOGADO	:	MARIA DE FÁTIMA ALVES PINHEIRO

ASSUNTO: DIREITO CIVIL - Obrigações - Espécies de Contratos - Contratos Bancários

SUSTENTAÇÃO ORAL

Sustentou oralmente, pelo recorrente, o Dr. Marcos Cavalcante de Oliveira.

CERTIDÃO

Certifico que a egrégia CORTE ESPECIAL, ao apreciar o processo em epígrafe na sessão realizada nesta data, proferiu a seguinte decisão:

Após o voto do Sr. Ministro Relator conhecendo do recurso especial e negando-lhe provimento, no que foi acompanhado pelo voto do Sr. Ministro Felix Fischer, pediu vista a Sra. Ministra Nancy Andrighi.

Aguardam os Srs. Ministros João Otávio de Noronha, Humberto Martins, Herman Benjamin, Napoleão Nunes Maia Filho, Jorge Mussi, Og Fernandes, Luis Felipe Salomão, Mauro Campbell Marques, Benedito Gonçalves e Raul Araújo.

Ausentes, justificadamente, o Sr. Ministro Francisco Falcão e a Sra. Ministra Maria Thereza de Assis Moura.

Presidiu o julgamento a Sra. Ministra Laurita Vaz.

CERTIDÃO DE JULGAMENTO
CORTE ESPECIAL

Número Registro: 2013/0202866-3 **PROCESSO ELETRÔNICO** **REsp 1.388.642 / SP**

Números Origem: 00783577720128260000 5830020111128847

PAUTA: 18/05/2016 JULGADO: 01/08/2016

Relator
Exmo. Sr. Ministro **MARCO AURÉLIO BELLIZZE**

Presidente da Sessão
Exmo. Sr. Ministro FRANCISCO FALCÃO

Subprocuradora-Geral da República
Exma. Sra. Dra. ELA WIECKO VOLKMER DE CASTILHO

Secretária
Bela. VANIA MARIA SOARES ROCHA

AUTUAÇÃO

RECORRENTE	:	HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
ADVOGADO	:	LUIZ CARLOS STURZENEGGER E OUTRO(S)
RECORRIDO	:	ARMANDO ISSAMU MATSUMOTO
ADVOGADO	:	MARIA DE FÁTIMA ALVES PINHEIRO

ASSUNTO: DIREITO CIVIL - Obrigações - Espécies de Contratos - Contratos Bancários

CERTIDÃO

Certifico que a egrégia CORTE ESPECIAL, ao apreciar o processo em epígrafe na sessão realizada nesta data, proferiu a seguinte decisão:

Julgamento previsto para a sessão do dia 3 de agosto de 2016 por indicação da Sra. Ministra Nancy Andrighi.

RECURSO ESPECIAL Nº 1.388.642 - SP (2013/0202866-3)

RELATOR	**:**	**MINISTRO MARCO AURÉLIO BELLIZZE**
RECORRENTE	:	HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
ADVOGADO	:	LUIZ CARLOS STURZENEGGER E OUTRO(S)
RECORRIDO	:	ARMANDO ISSAMU MATSUMOTO
ADVOGADO	:	MARIA DE FÁTIMA ALVES PINHEIRO

VOTO-VISTA

A EXMA. SRA. MINISTRA NANCY ANDRIGHI:

Cuida-se de recurso especial interposto por HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO com fundamento nas alíneas "a" e "c" do permissivo constitucional.

Ação: execução individual de uma sentença proferida em ação civil pública ajuizada pelo IDEC contra o HSBC, a qual foi julgada procedente para condenar o banco ao pagamento das diferenças decorrentes do Plano Verão (fls.3 e-STJ).

Decisão interlocutória: o banco executado ofereceu à penhora "*aplicações em investimentos mantidas por ele, mais especificamente cotas do fundo HSBC FIC F1 REFERENCIADO DI GJ*" (fls.3 e-STJ), que foram recusadas pelo exequente, razão pela qual o Juízo de 1.° grau "*determinou o depósito judicial dos valores discutidos*" (fls.3 e-STJ). Contra essa decisão, o banco executado interpôs agravo de instrumento perante o Tribunal *a quo*.

Acórdão: negou provimento ao agravo de instrumento do banco executado em acórdão cujo teor está bem sintetizado na seguinte ementa:

> "*AGRAVO DE INSTRUMENTO. Cumprimento de sentença. Oferecimento de cotas de fundo de investimento pelo executado. Recusa do exequente. Decisão agravada que acertadamente rejeitou a oferta, com fundamento no respeito à ordem legal de preferência - Bem oferecido que não se confunde com dinheiro depositado em aplicação financeira - Inteligência do art. 655 do CPC. Recurso desprovido. Prejudicada a análise do pedido de efeito suspensivo.* " (fls.33 e-STJ).

Embargos de declaração: rejeitados (fls. 52/55 e-STJ).

Recurso especial: interposto com fundamento nas alíneas "a" e "c" do

permissivo constitucional, alega, em síntese: (i) violação ao art. 535 do CPC revogado, em razão da rejeição dos embargos de declaração; (ii) violação aos arts. 620 e 655, I, ambos do CPC revogado, sob o argumento de que o Tribunal *a quo* não teria se atentado "*para o fato de que as expressões 'em espécie', 'em depósito' e 'aplicação em instituição financeira' são locuções adjetivas explicativas do substantivo 'dinheiro'. Na letra do inciso I do art. 655 do CPC, as três locuções descrevem o modo como o dinheiro pode ser encontrado*" (fls.65 e-STJ) e que "*o acórdão recorrido deixou de apreciar a questão da maior onerosidade da penhora via depósito judicial a luz do art. 620 do CPC e, com isso, negou-lhe vigência*" (fls.68 e-STJ); (iii) violação ao art. 9.°, IV da Lei N.° 4.595/1964 e ao art. 68 da Lei n° 9.069/1995, porque o acórdão recorrido teria afirmado que "*a exigência da penhora mediante depósito judicial não seria mais gravosa ao devedor penhora das quotas oferecidas*" (fls.71 e-STJ); e (iv) dissídio jurisprudencial quanto à "*qualificação jurídica da cota de fundo de investimento como aplicação financeira, para os fins do art. 655, I, do CPC*." (fls.75 e-STJ).

Decisão de admissibilidade: admitiu o recurso especial, pelo rito do artigo 543-C, parágrafo 1.°, do CPC revogado, como representativo da seguinte controvérsia: "*a.A oferta de cota de fundo de investimento para penhora é perfeitamente legal e atende à ordem prevista no artigo 655, inciso I, do Código de Processo Civil por equiparar-se a dinheiro. b. A negativa de sua aceitação torna a situação do devedor excessivamente gravosa, viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil e fere a impenhorabilidade das reservas bancárias obrigatórias.*" (fls. 103/104 e-STJ).

Afetação à Corte Especial: em decisão monocrática do eminente Relator, Min. Marco Aurélio Bellizze, o julgamento do presente recurso foi afetado à Corte Especial para definição das seguintes teses: "*i) se a nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, nos moldes oferecidos pelo banco executado, subsume-se à ordem de preferência legal disposta no inciso I artigo 655 do Código de Processo Civil (dinheiro em aplicações financeiras); e ii) se a recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento torna a situação do devedor excessivamente gravosa, viola o recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários ao Banco Central do Brasil e fere a impenhorabilidade das reservas bancárias obrigatórias*" (fls.123 e-STJ).

Voto do Relator, Min. Marco Aurélio Bellizze: propôs a definição das teses no seguinte sentido: "*1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas sim, expressamente, no inciso X (ou no inciso III do art. 835 do NCPC; ou no inciso VIII do art. 11 da Lei n.*

6.830/80). 2. A recusa da nomeação à penhora de cotas de fundo de investimento, reputada legítima a partir das particularidades de cada caso concreto, não encerra, em si, excessiva onerosidade ao devedor, tampouco importa, por via transversa, na violação do recolhimento dos depósitos compulsórios e voluntários do Banco Central do Brasil (art. 10, IV, da Lei n. 4.595/64) ou na afronta da impenhorabilidade das reservas obrigatórias (art. 68 da Lei n. 9.069/95). " (p. 17 do voto de Sua Excelência).

Ao final, negou provimento ao recurso especial.

Na sequência, pedi vista para melhor análise.

Revisados os fatos, decido.

Pedindo todas as vênias ao eminente relator, divirjo parcialmente de Sua Excelência somente quanto à conclusão da primeira tese por ele proposta, de que, "*de acordo com o que dispõe o art. 2°, V, da Lei n. 6.385/76 (que disciplinou o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários), as cotas de fundos de investimento consistem em valores mobiliários e, como tal, não se encontram em primeiro lugar, na ordem legal de preferência de penhora, contida no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas sim, expressamente, no inciso X (ou no inciso III do art. 835 do NCPC; ou no inciso VIII do art. 11 da Lei n. 6.830/80).*" (pp. 3 e 4 do voto de Sua Excelência).

Isso porque, conforme informações escritas que colhi diretamente junto à BM&FBOVESPA, "*nem todos os fundos de investimentos nacionais têm cotação*" em bolsa.

Com efeito, também conforme me esclareceu por escrito a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), "*Alguns tipos de fundos de investimento podem ser aceitos para negociação em bolsas de valores ou mercados de balcão, caso em que poderão ter uma cotação. Mas, para a maioria desses tipos de fundo, em regra, a admissão para negociação nesses mercados é uma opção do fundo, a ser exercida por seu administrador, e não uma obrigatoriedade.* "

A esse respeito, aliás, Ary Oswaldo Mattos Filho também afirma que nem todo "valor mobiliário" é necessariamente negociado em bolsa (*O conceito de valor mobiliário, in* **Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, nova série**, v. 24, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985, citação p. 41).

Bem por isso, a própria CVM, por meio de sua Instrução n.º 168, de 23 de dezembro de 1991, deixa clara a facultatividade da negociação em bolsas de valores mobiliários, ao prever no seu art. 10 que "*Qualquer valor mobiliário* ***que venha ser*** *negociado em bolsas de valores, aplicar-se-ão os critérios aqui estabelecidos naquilo que couber*." (grifado e destacado). Ora, o emprego pela própria CVM, no art. 10 da referida instrução, do verbo "*vir*" no modo presente do subjuntivo ("*venha ser*") que, como sabemos, é utilizado "*em referência a fatos incertos*" (cfr. Evanildo Bechara. **Moderna gramática portuguesa**. 37.ª ed. rev., ampl. e atual. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2009, p. 184 da versão eletrônica), deixa mesmo irrefutável que nem todo valor mobiliário é necessariamente negociado em bolsa.

Portanto, ao entender que as "*cotas de fundos de investimento* " pelo simples

fato de serem "*valores mobiliários* ", se enquadrariam no inciso X do art. 655 do CPC/73 (ou no inciso III do art. 835 do NCPC), fez-se uma *generalização precipitada* , isto é pelo fato da cota de fundo de investimento ser um valor mobiliário teria, como consequência intrínseca e indissociável, cotação em bolsa, provocando a inversão do que de fato ocorre na prática segundo o esclarecimento da CVM, qual seja: para a maioria dos fundos de investimento a negociação em bolsa é uma opção e não uma obrigatoriedade.

Além disso, diversamente do que entendeu o eminente relator ao afirmar que as "*cotas de fundo de investimento, que, por expressa definição legal, constituem valores mobiliários com cotação no mercado financeiro (art. 2°, V, da Lei n. 6.385/76)* " (p. 8 do voto de Sua Excelência), ouso discordar porque em momento algum a Lei n.° 6.385/76 afirma que cotas de fundo de investimento têm cotação no mercado financeiro, porque a referida lei apenas exemplifica quais seriam os valores mobiliários, elencando dentre deles as cotas de fundo de investimento (no inciso V do art. 2.°), porém sem vinculá-los, de forma alguma, à indissociável cotação em bolsa. Em outras palavras, não é porque a Lei n.° 6.385/76 afirma que cotas de fundo de investimento são valores mobiliários que elas necessariamente e sempre têm cotação em bolsa de valores.

Diante disso, renovando a *venia* ao Relator, conclui-se que a cota de fundo de investimento é um valor mobiliário que pode ou não ter cotação em bolsa dependendo se o respectivo fundo tem cotação em bolsa, razão pela qual não se pode generalizar e afirmar que "*a cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas sim, expressamente, no inciso X (ou no inciso III, do art. 835 do NCPC; ou no inciso VIII, do art. 11 da Lei n. 6.830/80)* " (p. 17 do voto de Sua Excelência).

Forte em tais razões, novamente pedindo todas as *venias* ao eminente relator, divirjo parcialmente de Sua Excelência somente para definir a primeira tese por ele proposta no seguinte sentido: "*1. A cota de fundo de investimento não se subsume à ordem de preferência legal disposta no inciso I do art. 655 do CPC/73, mas pode se subsumir ao inciso X (ou ao inciso III do art. 835 do NCPC; ou ao inciso VIII do art. 11 da Lei n. 6.830/80), desde que comprovada pelo proprietário da cota, mediante certidão fornecida pela bolsa de valores, que o respectivo fundo de investimento tem cotação em bolsa*".

No mais, acompanho o voto do eminente relator.

CERTIDÃO DE JULGAMENTO
CORTE ESPECIAL

Número Registro: 2013/0202866-3 **REsp 1.388.642 / SP**

Números Origem: 00783577720128260000 5830020111128847

PAUTA: 18/05/2016 JULGADO: 03/08/2016

Relator
Exmo. Sr. Ministro **MARCO AURÉLIO BELLIZZE**

Presidente da Sessão
Exma. Sra. Ministra LAURITA VAZ

Subprocuradora-Geral da República
Exma. Sra. Dra. ELA WIECKO VOLKMER DE CASTILHO

Secretária
Bela. VANIA MARIA SOARES ROCHA

AUTUAÇÃO

RECORRENTE	:	HSBC BANK BRASIL S.A. - BANCO MÚLTIPLO
ADVOGADO	:	LUIZ CARLOS STURZENEGGER E OUTRO(S)
RECORRIDO	:	ARMANDO ISSAMU MATSUMOTO
ADVOGADO	:	MARIA DE FÁTIMA ALVES PINHEIRO

ASSUNTO: DIREITO CIVIL - Obrigações - Espécies de Contratos - Contratos Bancários

CERTIDÃO

Certifico que a egrégia CORTE ESPECIAL, ao apreciar o processo em epígrafe na sessão realizada nesta data, proferiu a seguinte decisão:

Prosseguindo no julgamento, após o voto-vista da Sra. Ministra Nancy Andrighi, a Corte Especial, por unanimidade, conheceu do recurso especial e negou-lhe provimento, nos termos do voto do Sr. Ministro Relator.

Os Srs. Ministros Felix Fischer, Nancy Andrighi, João Otávio de Noronha, Humberto Martins, Herman Benjamin, Napoleão Nunes Maia Filho, Jorge Mussi, Og Fernandes, Luis Felipe Salomão, Mauro Campbell Marques e Raul Araújo votaram com o Sr. Ministro Relator.

Não participaram do julgamento o Sr. Ministro Francisco Falcão e a Sra. Ministra Maria Thereza de Assis Moura.

Ausente, justificadamente, o Sr. Ministro Benedito Gonçalves.

Presidiu o julgamento a Sra. Ministra Laurita Vaz.

REGULAMENTO DO ARX CAPEMISA FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA PREVIDENCIÁRIO
CNPJ nº 10.843.515/0001-07

Capítulo I. Do FUNDO

Artigo 1º. O ARX CAPEMISA FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA PREVIDENCIÁRIO (doravante designado FUNDO) é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio aberto e com prazo indeterminado de duração, destinado à aplicação em ativos financeiros.

Parágrafo Primeiro – O FUNDO é regido por este Regulamento, pelo Formulário de Informações Complementares e pelas disposições legais e regulamentares que lhe forem aplicáveis.

Parágrafo Segundo – Para permitir uma total compreensão das características, objetivos e riscos relacionados ao FUNDO, é recomendada a leitura deste Regulamento em conjunto com o Formulário de Informações Complementares e os demais materiais do FUNDO.

Parágrafo Terceiro – Este Regulamento, o Formulário de Informações Complementares e os demais materiais relacionados ao FUNDO estão disponíveis nos *websites* do ADMINISTRADOR (www.bnymellon.com.br), do distribuidor e no *website* da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (www.cvm.gov.br).

Capítulo II. Do Público Alvo

Artigo 2º. O FUNDO se destina a receber recursos exclusivamnete da CAPEMISA Seguradora de Vida e Previdência S/A.

Parágrafo Primeiro – Antes de tomar decisão de investimento no FUNDO, os investidores devem: (i) conhecer, aceitar e assumir os riscos aos quais o FUNDO está sujeito; (ii) verificar a adequação do FUNDO aos seus objetivos de investimento; e (iii) analisar todas as informações disponíveis neste Regulamento, no Formulário de Informações Complementares e nos demais materiais do FUNDO.

Parágrafo Segundo – Em razão do público alvo, o FUNDO fica dispensado da apresentação da Lâmina de Informações Essenciais.

Capítulo III. Dos Prestadores de Serviços

Artigo 3º. São prestadores de serviços do FUNDO:

I. ADMINISTRADOR: BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A., Av. Presidente Wilson, nº 231, 11º andar, Rio de Janeiro/RJ, inscrito no CNPJ nº 02.201.501/0001-61 - Ato Declaratório nº 4.620, de 19/12/1997.

II. GESTORA: ARX INVESTIMENTOS LTDA, Avenida Borges de Medeiros, nº 633, salas 401, 402 e 403, Rio de Janeiro/RJ, CNPJ nº 04.408.128/0001-40, Ato Declaratório nº 6455, de 01/08/2001

III. CUSTODIANTE (custódia e tesouraria): BANCO BRADESCO S.A., com sede na Cidade de Osasco, Estado de São Paulo, na Cidade de Deus, s/nº, Vila Yara, CNPJ nº 60.746.948/0001-12, devidamente habilitado perante a CVM para prestação dos serviços de custódia.

Parágrafo Primeiro – Os demais prestadores de serviços do FUNDO encontram-se qualificados no Formulário de Informações Complementares disponível nos *websites* do ADMINISTRADOR, do distribuidor e da CVM.

Parágrafo Segundo – Os serviços de administração e gestão são prestados ao FUNDO em regime de melhores esforços e como obrigação de meio, pelo que o ADMINISTRADOR e a GESTORA não garantem qualquer nível de resultado ou desempenho dos investimentos aos cotistas no FUNDO. Como prestadores de serviços do FUNDO, o ADMINISTRADOR e a GESTORA não são, sob qualquer forma, responsáveis por qualquer erro de julgamento ou por qualquer perda sofrida pelo FUNDO,

com exceção das hipóteses de comprovada culpa, dolo ou má-fé da GESTORA ou do ADMINISTRADOR.

Parágrafo Terceiro – O ADMINISTRADOR e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao Regulamento do FUNDO e às disposições regulamentares aplicáveis.

Capítulo IV. Do Objetivo e da Política de Investimento

Artigo 4º. A política de investimento do FUNDO consiste em alocar os recursos em ativos de Renda Fixa com risco de crédito do Tesouro Nacional, com o objetivo de aproximar da rentabilidade do CDI.

Artigo 5º. O FUNDO se classifica como um fundo renda fixa, tendo como principal fator de risco a variação da taxa de juros domésticas e/ou de índices de preços. O FUNDO poderá aplicar os recursos integrantes de sua carteira em quaisquer ativos financeiros permitidos pela legislação aplicável, devendo-se observar, contudo, os limites de concentração e os riscos previstos neste Regulamento.

Parágrafo Primeiro – Os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativo, bem como eventuais vedações ou disposições específicas aplicáveis ao FUNDO, estão detalhados nos anexos referentes à Política de Investimento, que são parte integrante deste Regulamento.

Parágrafo Segundo – É vedado ao FUNDO aplicar em ativos financeiros de crédito privado.

Parágrafo Terceiro – É permitida a aquisição de cotas de outros fundos de investimento desde que estes possuam política de investimento compatível com a do FUNDO.

Parágrafo Quarto - Caso o FUNDO venha a investir em fundos geridos por terceiros não ligados ao ADMINISTRADOR ou à GESTORA, cujas políticas de investimento permitam aplicações em ativos financeiros de crédito privado, o ADMINISTRADOR, a fim de mitigar risco de concentração pelo FUNDO, considerará, como regra, o percentual máximo de aplicação em tais ativos na consolidação de seus limites.

Parágrafo Quinto – Fica estabelecido que os limites de aplicação previstos no presente Regulamento serão controlados por meio da consolidação das aplicações do FUNDO com as dos fundos investidos, salvo nas hipóteses de dispensa de consolidação previstas na regulamentação aplicável.

Artigo 6º. É VEDADO AO FUNDO APLICAR EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR.

Artigo 7º. As estratégias de investimento do FUNDO podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

Capítulo V. Dos Fatores de Risco

Artigo 8º. O FUNDO está sujeito a diversos fatores de risco, os quais estão descritos neste Regulamento e relacionados resumidamente no Formulário de Informações Complementares, sendo destacados os 5 (cinco) principais Fatores de Risco no Termo de Adesão e de Ciência de Risco, o qual deve ser assinado por todos os cotistas antes da realização do primeiro investimento no FUNDO.

Artigo 9º. De acordo com a legislação em vigor, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do FUNDO, obrigando-se, caso necessário, por consequentes aportes adicionais de recursos.

Artigo 10. As aplicações realizadas no FUNDO não contam com garantia do ADMINISTRADOR, da GESTORA, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC.

Artigo 11. Antes de tomar uma decisão de investimento no FUNDO, os potenciais investidores devem considerar

cuidadosamente, à luz de sua própria situação financeira e de seus objetivos de investimento, todas as informações disponíveis neste Regulamento, no Formulário de Informações Complementares e, em particular, avaliar os fatores de risco descritos a seguir:

I. Riscos Gerais: O FUNDO está sujeito às variações e condições dos mercados em que investe, direta ou indiretamente, especialmente dos mercados de câmbio, juros, bolsa e derivativos, que são afetados principalmente pelas condições políticas e econômicas nacionais e internacionais. Considerando que é um investimento de médio e longo prazo, pode haver alguma oscilação do valor da cota no curto prazo podendo, inclusive, acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do FUNDO.

II. Risco de Mercado: Consiste no risco de variação no valor dos ativos financeiros da carteira do FUNDO. O valor destes ativos financeiros pode aumentar ou diminuir, de acordo com as flutuações de preços e cotações de mercado, as taxas de juros e os resultados das empresas emissoras. Em caso de queda do valor dos ativos financeiros que compõem a Carteira, o patrimônio líquido do FUNDO pode ser afetado negativamente. A queda dos preços dos ativos financeiros integrantes da Carteira pode ser temporária, não existindo, no entanto, garantia de que não se estendam por períodos longos e/ou indeterminados. Em determinados momentos de mercado, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e dos derivativos pode ser elevada, podendo acarretar oscilações bruscas no resultado do FUNDO.

III. Risco de Crédito: Consiste no risco de os emissores de ativos financeiros de renda fixa que integram a carteira não cumprirem suas obrigações de pagar tanto o principal como os respectivos juros de suas dívidas para com o FUNDO. Adicionalmente, os contratos de derivativos estão eventualmente sujeitos ao risco de a contraparte ou instituição garantidora não honrar sua liquidação.

IV. Risco de Liquidez: O risco de liquidez caracteriza-se pela baixa ou mesmo falta de demanda pelos ativos financeiros integrantes da carteira do FUNDO. Neste caso, o FUNDO pode não estar apto a efetuar, dentro do prazo máximo estabelecido neste Regulamento e na regulamentação em vigor, pagamentos relativos a resgates de cotas do FUNDO, quando solicitados pelos cotistas. Este cenário pode se dar em função da falta de liquidez dos mercados nos quais os valores mobiliários integrantes da Carteira são negociados ou de outras condições atípicas de mercado.

V. Risco de Concentração de Ativos Financeiros de um mesmo emissor: A possibilidade de concentração da carteira em ativos financeiros de um mesmo emissor representa risco de liquidez dos referidos ativos financeiros. Alterações da condição financeira de um emissor, alterações na expectativa de desempenho/resultados deste e da capacidade competitiva do setor investido podem, isolada ou cumulativamente, afetar adversamente o preço e/ou rendimento dos ativos financeiros da carteira do FUNDO. Nestes casos, a GESTORA pode ser obrigada a liquidar os ativos financeiros do FUNDO a preços depreciados podendo, com isso, influenciar negativamente o valor da cota do FUNDO.

Artigo 12. O FUNDO PODE ESTAR EXPOSTO À SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS FINANCEIROS DE POUCOS EMISSORES COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES.

Capítulo VI. Das Taxas e Dos Encargos

Artigo 13. O FUNDO está sujeito à taxa de administração de 1,10% a.a. (um inteiro e dez centésimos por cento ao ano) sobre o valor do patrimônio líquido do FUNDO, a qual remunera o

ADMINISTRADOR e os demais prestadores de serviços de administração do FUNDO, mas não inclui a remuneração dos prestadores de serviços de custódia e auditoria das demonstrações financeiras do FUNDO nem os valores correspondentes aos demais encargos do FUNDO, os quais serão debitados do FUNDO de acordo com o disposto neste Regulamento e na regulamentação em vigor.

Parágrafo Primeiro – A taxa de administração deve ser provisionada diariamente (em base de 252 dias por ano) sobre o valor do patrimônio líquido do FUNDO e paga mensalmente, por períodos vencidos, até o 5º (quinto) dia útil do mês subsequente.

Parágrafo Segundo – Os pagamentos das remunerações aos prestadores de serviços podem ser efetuados diretamente pelo FUNDO a cada qual, nas formas e prazos entre eles ajustados, até o limite da taxa de administração.

Parágrafo Terceiro - A taxa de administração estabelecida acima constitui a taxa de administração mínima do FUNDO ("Taxa de Administração Mínima"), ou seja, não compreende as taxas de administração dos fundos investidos. Além da Taxa de Administração Mínima, o FUNDO estará sujeito, ainda, às taxas de administração, performance, ingresso ou saída e taxas de qualquer outra natureza cobradas pelos fundos investidos.

Artigo 14. Não são cobradas taxas de ingresso e saída no FUNDO.

Artigo 15. O FUNDO não cobra taxa de performance.

Artigo 16. A taxa máxima cobrada pelo serviço de custódia do FUNDO será de 0,034% a.a. (trinta e quatro milésimos por cento ao ano) sobre o valor do patrimônio líquido do FUNDO, sendo garantida uma remuneração mínima mensal de R$ 600,00 (seiscentos reais), a qual será corrigida anualmente de acordo com a variação do IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado) da Fundação Getúlio Vargas.

Artigo 17. Além das taxas indicadas neste Capítulo, constituem encargos do FUNDO as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente:

I. taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do FUNDO;

II. despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstos na regulamentação vigente;

III. despesas com correspondência de interesse do FUNDO, inclusive comunicações aos cotistas;

IV. honorários e despesas do auditor independente;

V. emolumentos e comissões pagas por operações do FUNDO;

VI. honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do FUNDO, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao FUNDO, se for o caso;

VII. parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções;

VIII. despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos financeiros do FUNDO;

IX. despesas com registro, custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais;

X. despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários;

XI. os montantes devidos a fundos investidores na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração e/ou performance; e

XII. honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado, quando aplicável.

Parágrafo Único – Quaisquer despesas não previstas como encargos do FUNDO devem correr por conta do ADMINISTRADOR.

Capítulo VII. Da Emissão e Do Resgate de Cotas

Artigo 18. A aplicação e o resgate de cotas do FUNDO devem ser efetuados por débito e crédito em conta corrente, por meio de documento de ordem de crédito (DOC), Transferência Eletrônica Disponível (TED) ou da CETIP S.A. - Mercados Organizados ("CETIP").

Parágrafo Primeiro – Nas hipóteses em que aplicável, somente devem ser consideradas as aplicações como efetivadas, após a efetiva disponibilidade dos recursos na conta corrente do FUNDO e desde que o cadastro do investidor junto ao ADMINISTRADOR esteja atualizado.

Parágrafo Segundo – É facultado ao ADMINISTRADOR suspender, a qualquer momento, novas aplicações no FUNDO, determinando se tal suspensão se aplica somente a novos investidores ou também aos cotistas atuais. A suspensão do recebimento de novas aplicações em um dia não impede a reabertura posterior do FUNDO para aplicações.

Parágrafo Terceiro – As aplicações realizadas pela CETIP, enquanto mantidas depositadas na CETIP, devem, necessariamente, ser resgatadas por meio da mesma entidade.

Artigo 19. Na emissão de cotas do FUNDO deve ser utilizado o valor da cota em vigor no dia da efetiva disponibilidade dos recursos confiados pelo investidor ao ADMINISTRADOR.

Artigo 20. As cotas do FUNDO aberto não podem ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de:

I. decisão judicial ou arbitral;

II. operações de cessão fiduciária;

III. execução de garantia;

IV. sucessão universal;

V. dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e

VI. transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.

Artigo 21. É admitido o investimento feito conjunta e solidariamente por mais de uma pessoa. Neste caso, toda aplicação realizada tem caráter solidário, sendo considerada como feita em conjunto por todos os titulares. Para todos os efeitos perante o ADMINISTRADOR, cada titular é considerado como se fosse único proprietário das cotas objeto de propriedade conjunta, ficando o ADMINISTRADOR validamente exonerado por qualquer pagamento feito a um, isoladamente, ou a todos em conjunto. Cada titular, isoladamente e sem anuência dos demais, pode investir, solicitar e receber resgate, parcial ou total, dar recibos e praticar todo e qualquer ato inerente à propriedade de cotas. Da mesma forma, cada titular, isoladamente e indistintamente, tem o direito de comparecer e participar de assembleias e exercer seu voto, sendo considerado para todos os fins de direito um único voto.

Parágrafo Primeiro - No gozo dos direitos econômicos e/ou políticos relacionados à propriedade das cotas de FUNDO, o ato de um titular aproveita ao co-titular, vinculando-o.

Parágrafo Segundo – Os titulares estão cientes de que, nas assembleias em que mais de um titular esteja presente e haja divergência de entendimentos entre si, não haverá exercício de voto se não chegarem a um consenso, devendo ser registrada abstenção.

Artigo 22. O resgate das cotas do FUNDO não está sujeito a qualquer prazo de carência, podendo ser solicitado nos termos deste Regulamento, observados os horários e limites de movimentação estabelecidos no Formulário de Informações Complementares.

Artigo 23. Para fins deste Regulamento:

I. **"Data do Pedido de Resgate":** é a data em que o cotista solicita o resgate de parte ou da totalidade das cotas de sua propriedade, respeitados o horário e os limites de movimentação estipulados no Formulário de Informações Complementares do FUNDO.

II. **"Data de Conversão de Cotas para Fins de Resgate":** é a data em que será apurado o valor da cota para efeito do pagamento do resgate e que corresponde ao mesmo dia útil da Data do Pedido de Resgate.

II. **"Data de Pagamento do Resgate":** é a data do efetivo pagamento, pelo FUNDO, do valor líquido devido ao cotista que efetuou pedido de resgate e que corresponde ao 1º (primeiro) dia útil contado da Data de Conversão de Cotas para Fins de Resgate.

Parágrafo Único – Nos casos em que, com o atendimento da solicitação de resgate, a quantidade residual de cotas for inferior ao mínimo estabelecido pelo ADMINISTRADOR, a totalidade das cotas deve ser automaticamente resgatada.

Artigo 24. No caso de fechamento dos mercados ou em casos excepcionais de iliquidez dos ativos financeiros componentes da carteira do FUNDO, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do FUNDO ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, é permitido ao ADMINISTRADOR declarar o fechamento do FUNDO para a realização de resgates. Caso o FUNDO permaneça fechado por período superior a 5 (cinco) dias consecutivos, o ADMINISTRADOR deve obrigatoriamente, além da divulgação de fato relevante

por ocasião do fechamento anteriormente referido, convocar no prazo máximo de 1 (um) dia útil, para realização em até 15 (quinze) dias contados da data da convocação, Assembleia Geral extraordinária para deliberar sobre as seguintes possibilidades:

I. substituição do ADMINISTRADOR, da GESTORA ou de ambos;

II. reabertura ou manutenção do fechamento do FUNDO para resgate;

III. possibilidade do pagamento de resgate em ativos financeiros;

IV. cisão do FUNDO; e

V. liquidação do FUNDO.

Artigo 25. O FUNDO não recebe aplicações nem realiza resgates em feriados de âmbito nacional. Nos feriados estaduais e municipais o FUNDO opera normalmente, apurando o valor das cotas, recebendo aplicações, aceitando pedidos de resgates e pagando resgates.

Parágrafo Único – O valor da cota será calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por um dia ("cota de abertura"). Eventuais ajustes decorrentes das aplicações e resgates ocorridos durante o dia serão lançados contra o patrimônio líquido do FUNDO podendo acarretar perdas decorrentes da volatilidade dos preços dos ativos que integram a sua carteira.

Capítulo VIII. Da Assembleia Geral

Artigo 26. É de competência privativa da Assembleia Geral de cotistas do FUNDO deliberar sobre:

I. as demonstrações contábeis apresentadas pelo ADMINISTRADOR;

II. a substituição do ADMINISTRADOR, da GESTORA ou do CUSTODIANTE do FUNDO;

III. a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do FUNDO;

IV. o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia;

V. a alteração da política de investimento do FUNDO;

VI. a amortização de cotas;

VII. a alteração do Regulamento, ressalvados os casos de adequação a normas legais ou regulamentares e a exigências da CVM; atualização de dados cadastrais dos prestadores de serviços do FUNDO e/ou redução das taxas de administração ou performance; e

VIII. a possibilidade do FUNDO prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se de qualquer forma, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira do FUNDO.

Artigo 27. A convocação da Assembleia Geral deve ser encaminhada a cada cotista, com, no mínimo, 10 (dez) dias corridos de antecedência, da qual constará dia, hora, local e, ainda, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais haja matérias que dependam de deliberação da Assembleia Geral.

Parágrafo Primeiro – O aviso de convocação deve indicar o local onde o cotista pode examinar os documentos pertinentes à proposta a ser submetida à apreciação da Assembleia Geral. Caso o referido aviso seja enviado por meio físico, os respectivos custos serão suportados pelo FUNDO.

Parágrafo Segundo – A Assembleia Geral deve se instalar com a presença de qualquer número de cotistas, devendo a presença da totalidade dos cotistas suprir a falta de convocação.

Artigo 28. As deliberações da Assembleia Geral devem ser tomadas por maioria dos votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto.

Parágrafo Primeiro - Não obstante o disposto no *caput*, a deliberação sobre a possibilidade do FUNDO prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se de qualquer forma, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira do FUNDO deve contar com o voto favorável equivalente a, no mínimo, dois terços das cotas emitidas para ser considerada aprovada.

Parágrafo Segundo – Somente podem votar na Assembleia Geral os cotistas do FUNDO inscritos no registro de cotistas na data de convocação da Assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano.

Parágrafo Terceiro – As alterações de Regulamento tornam-se eficazes na data deliberada pela Assembleia Geral. Entretanto, nos casos listados a seguir, as alterações se tornam eficazes, no mínimo, a partir de 30 (trinta) dias ou do prazo para pagamento de resgate, o que for maior, após a comunicação aos cotistas que trata o Parágrafo abaixo, salvo se aprovadas pela unanimidade dos cotistas:

I. aumento ou alteração do cálculo das taxas de administração, de performance, de ingresso ou de saída;

II. alteração da política de investimento;

III. mudança nas condições de resgate; e

IV. incorporação, cisão ou fusão que envolva fundo sob a forma de condomínio fechado, ou que acarrete alteração, para os cotistas envolvidos, das condições elencadas nos incisos anteriores.

Parágrafo Quarto – O ADMINISTRADOR se obriga a enviar um resumo das decisões da Assembleia Geral a cada cotista no prazo de até 30 (trinta) dias corridos após a data de realização da Assembleia Geral, podendo ser utilizado para tal finalidade o próximo extrato de conta do FUNDO. Caso a Assembleia Geral seja realizada nos últimos 10 (dez) dias do mês, pode ser utilizado o extrato de conta relativo ao mês seguinte da realização da Assembleia Geral.

Parágrafo Quinto – Caso o cotista não tenha comunicado ao ADMINISTRADOR a atualização de seu endereço, seja para envio de correspondência por carta ou por meio eletrônico, o ADMINISTRADOR fica exonerado do dever de lhe prestar as informações previstas na regulamentação vigente, a partir da última correspondência que houver sido devolvida por incorreção no endereço declarado.

Artigo 29. Anualmente a Assembleia Geral deve deliberar sobre as demonstrações contábeis do FUNDO, fazendo-o até 120 (cento e vinte) dias corridos após o término do exercício social.

Parágrafo Primeiro – A Assembleia Geral a que se refere o *caput* somente pode ser realizada no mínimo 15 (quinze) dias corridos após estarem disponíveis aos cotistas as demonstrações contábeis auditadas relativas ao exercício encerrado.

Parágrafo Segundo – A Assembleia Geral a que comparecerem todos os cotistas pode dispensar a observância do prazo estabelecido no parágrafo anterior.

Parágrafo Terceiro – As deliberações relativas às demonstrações contábeis do FUNDO que não contiverem ressalvas podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a Assembleia Geral correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer cotistas.

Artigo 30. As deliberações dos cotistas poderão, a critério do ADMINISTRADOR, ser tomadas sem necessidade de reunião, conforme previsto na legislação

em vigor, mediante processo de consulta formalizada em carta, correio eletrônico ou telegrama, dirigido pelo ADMINISTRADOR a cada cotista, para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias corridos.

Parágrafo Primeiro – Deverão constar da consulta todos os elementos informativos necessários ao exercício de voto.

Parágrafo Segundo – A ausência de resposta à consulta formal, no prazo estipulado no *caput*, será considerada como aprovação por parte dos cotistas das matérias objeto da consulta, devendo tal interpretação também constar expressamente da própria consulta.

Parágrafo Terceiro – Quando utilizado o procedimento previsto neste artigo, o quórum de deliberação será o de maioria das cotas emitidas, independentemente da matéria.

Artigo 31. É permitido aos cotistas votar em Assembleias Gerais por meio de comunicação escrita, quando a referida possibilidade estiver expressamente prevista na convocação da Assembleia Geral, devendo a manifestação do voto ser recebida pelo ADMINISTRADOR até o dia útil anterior à data da Assembleia Geral, respeitado o disposto no parágrafo do presente Artigo.

Parágrafo Único – A entrega do voto, por meio de comunicação escrita, deve ser realizada na sede do ADMINISTRADOR, sob protocolo, ou por meio de correspondência, com aviso de recebimento.

Capítulo IX. Da Política de Divulgação de Informações

Artigo 32. As informações ou documentos tratados neste Regulamento podem ser comunicados, enviados, divulgados ou disponibilizados aos cotistas, ou por eles acessados, por correspondência eletrônica (e-mail) ou por meio de canais eletrônicos, incluindo a rede mundial de computadores.

Parágrafo Primeiro – Caso, a critério do ADMINISTRADOR, as informações ou documentos tratados neste Regulamento não possam ser comunicados, enviados, divulgados ou disponibilizados aos cotistas por correspondência eletrônica (e-mail) ou por meio de canais eletrônicos, será utilizado o meio físico, sendo certo que as respectivas despesas serão suportadas pelo FUNDO. Caso o ADMINISTRADOR opte por enviar as informações por meio eletrônico e algum cotista opte pelo recebimento por meio físico, tal cotista deverá informar esse fato prévia e formalmente ao ADMINISTRADOR, ficando estabelecido que as respectivas despesas serão suportadas pelo FUNDO,.

Parágrafo Segundo – Os Fatos Relevantes serão divulgados pelo ADMINISTRADOR por meio de seu *website* (www.bnymellon.com.br) e por meio do *website* do distribuidor, quando for o caso.

Parágrafo Terceiro – As Assembleias Gerais serão convocadas individualmente por correspondência eletrônica (*e-mail*) ou por meio de correspondências físicas, a critério do ADMINISTRADOR, e também ficarão disponíveis no *website* do ADMINISTRADOR (www.bnymellon.com.br).

Parágrafo Quarto – O ADMINISTRADOR se obriga a calcular e divulgar, diariamente, o valor da cota e do patrimônio líquido do FUNDO.

Parágrafo Quinto – A Política de Divulgação de Informações do FUNDO completa está contida no Formulário de Informações Complementares disponível nos *websites* do ADMINISTRADOR (www.bnymellon.com.br), do distribuidor e no *website* da CVM (www.cvm.gov.br).

Capítulo X. Da Distribuição de Resultados

Artigo 33. As quantias que forem atribuídas ao FUNDO a título de dividendos, juros sobre capital próprio, reembolso de proventos decorrentes do empréstimo de valores mobiliários ou rendimentos advindos de ativos

financeiros que integrem a carteira do FUNDO devem ser incorporadas ao patrimônio líquido do FUNDO.

Capítulo XI. Do Exercício Social

Artigo 34. Os exercícios sociais do FUNDO são de 01 (um) ano cada, encerrando-se no último dia útil do mês de março de cada ano.

Capítulo XII. Do Foro

Artigo 35. Fica eleito o Foro Central da Comarca da Capital do estado do Rio de Janeiro, com expressa renúncia de qualquer outro, por mais privilegiado que possa ser, para dirimir quaisquer conflitos judiciais relativos ao FUNDO ou a questões decorrentes deste Regulamento.

- BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS
DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. –

- Regulamento consolidado por meio de Ato do Administrador –

Para esclarecimento de dúvidas, recebimento de solicitações, sugestões e reclamações e obtenção de informações do FUNDO, o cotista deve entrar em contato com a GESTORA ou com o distribuidor responsável por seu relacionamento. A GESTORA e o distribuidor são os prestadores de serviços mais indicados para solucionar as demandas dos cotistas, mas, caso necessário, o ADMINISTRADOR pode ser contatado por meio dos seguintes canais: SAC – Serviço de Atendimento ao Cliente/Cotista: Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar – Rio de Janeiro, RJ SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219. Em não havendo uma solução de sua demanda por meio do SAC, favor contatar a Ouvidoria: www.bnymellon.com.br ou 0800 725 3219 - Caixa Postal 140, CEP 20030-905 – Rio de Janeiro, RJ.

BNY MELLON

REGULAMENTO DO ARX CAPEMISA FUNDO DE INVESTIMENTO RENDA FIXA PREVIDENCIÁRIO
CNPJ nº 10.843.515/0001-07

ANEXO – POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Principais Limites de Concentração do FUNDO (Investimento Direto)

Principais Limites de Concentração	Limite Mínimo	Limite Máximo
Títulos e/ou valores mobiliários de Renda Fixa, diretamente ou sintetizados via derivativos	80%	Sem limites

Limites de Concentração Consolidado com os Fundos Investidos (Investimento Direto e Indireto)

Limites de Concentração por Emissor:	
Instituições Financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central	VEDADO
Companhias Abertas	VEDADO
Fundos de Investimento	80%
Pessoas Físicas	VEDADO
Pessoas Jurídicas de Direito Privado, exceto Instituições Financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central e Companhias Abertas	VEDADO
União Federal	Sem Limites

Outros Limites de Concentração por Emissor:	Limite Máximo
Ativos financeiros de emissão do ADMINISTRADOR, da GESTORA ou de empresas a eles ligadas	VEDADO
Ações de emissão do ADMINISTRADOR	VEDADO
Fundos de investimento administrados pelo ADMINISTRADOR, pela GESTORA ou empresas a eles ligadas	80%

Limites de Concentração por Modalidade de Ativo Financeiro:	
GRUPO A:	
Cotas de FI Instrução CVM 555 destinados a Investidores em Geral	80%
Cotas de FIC Instrução CVM 555 destinados a Investidores em Geral	VEDADO
Cotas de FI Instrução CVM 555 destinado a Investidores Qualificados	80%
Cotas de FIC Instrução CVM 555 destinado a Investidores Qualificados	VEDADO
Cotas de FI Instrução CVM 555 destinados a Investidores Profissionais	80%
Cotas de FIC Instrução CVM 555 destinados a Investidores Profissionais	VEDADO
Cotas de Fundos de Índice Renda Variável	VEDADO

Cotas de Fundos de Índice Renda Fixa		VEDADO
Conjunto dos seguintes Ativos Financeiros:	CRI	VEDADO
	Outros Ativos Financeiros (exceto os do Grupo B)	

GRUPO B :	
Títulos Públicos Federais e Operações Compromissadas lastreadas nestes títulos	Sem Limites
Ouro adquirido ou alienado em negociações realizadas em mercado organizado	VEDADO
Títulos de emissão ou coobrigação de Instituição Financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil	VEDADO
Valores Mobiliários objeto de oferta pública registrada na CVM, exceto os do Grupo A	VEDADO
Notas Promissórias e Debêntures, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública	VEDADO
Ações, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública e sejam admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado	VEDADO
Operações Compromissadas Lastreadas em Títulos Privados	VEDADO

Fundos Estruturados	**Limite individual**	**Limite Global**
Cotas de FI ou FIC em Participações	VEDADO	VEDADO
Cotas de FI ou FIC em Direitos Creditórios	VEDADO	
Cotas de FI ou FIC em Direitos Creditórios Não Padronizados - FIDC-NP	VEDADO	
Cotas de FI Imobiliário	VEDADO	
Cotas de FI em Empresas Emergentes	VEDADO	

Outros Limites de Concentração por Modalidade:	
Limites de Exposição a ativos de Crédito Privado	VEDADO
Operações na contraparte da tesouraria do ADMINISTRADOR, GESTORA ou de empresas a	PERMITIDO

eles ligadas	
Fundos de investimento que invistam diretamente no FUNDO	VEDADO
Operações de day-trade, assim consideradas aquelas iniciadas e encerradas em um mesmo dia, com o mesmo ativo financeiro, em que a quantidade negociada tenha sido liquidada, total ou parcialmente	VEDADO
Exposição a operações nos mercados de derivativos	VEDADO
Operações de empréstimos de ações e/ou títulos públicos na posição tomadora	VEDADO
Operações de empréstimos de ações e/ou títulos públicos na posição doadora	VEDADO
Somatório das operações nos mercados de derivativos e liquidação futura e operações de empréstimo de ativos financeiros na posição tomadora	N/A
Limite de margem aplicável nos casos em que o FUNDO realizar operações em valor superior ao seu patrimônio líquido	N/A

A política do investimento do FUNDO está aderente à sua respectiva classificação ANBIMA, conforme indicada e descrita no Formulário de Informações Complementares.