

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 35

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

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2024

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

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestranda, UERJ, Brasil), Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTA NÚMERO: Ana Beatriz Lima Pimentel (Doutora, UNIFOR, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Fernanda Valle Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Filipe José Medon Affonso (Doutor, UERJ, Brasil), Gerson Luiz Carlos Branco (Doutor, UFRGS, Brasil), Gilberto Gornati (Doutor, FGV-SP, Brasil), Henry Gabriel Colombi Barbosa Ferreira (Doutor, UFMG, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Maíra Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 35 (julho/dezembro 2024)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

O CONTRATO DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA DE AÇÕES¹

CLÁUSULAS DE PROTEÇÃO DO CREDOR FIDUCIÁRIO

*Ana Biderman Furriela**

Resumo: Trata-se de artigo científico realizado com base em revisão bibliográfica da doutrina nacional e internacional acerca do contrato de alienação fiduciária de ações em garantia e cláusulas contratuais de proteção ao credor fiduciário. Tem-se como objetivo defender a hipótese da necessidade da criação de cláusulas contratuais pró-credor fiduciário que obriguem o devedor fiduciante a preservar o valor das ações objeto da garantia. O artigo se inicia com uma breve recapitulação histórica da origem da alienação fiduciária como negócio jurídico, passa pela natureza jurídica da alienação fiduciária, também de forma resumida, e apresenta o regime jurídico aplicável à alienação fiduciária no âmbito do mercado financeiro e de capitais, no Brasil. Em seguida, a alienação fiduciária de ações em garantia é abordada e são expostas as razões pelas quais se defende a necessidade pela proteção contratual do credor fiduciário, nesse tipo de contrato. O artigo se encerra com uma exposição de diferentes espécies de cláusulas contratuais que podem ser utilizadas na defesa dos interesses do credor fiduciário em um contrato de alienação fiduciária de ações em garantia. Como conclusão, tem-se que certas restrições podem ser contratualmente impostas ao devedor fiduciante cuja não observância pode levar a obrigatoriedade da substituição ou complementação da garantia oferecida, ou até ao vencimento antecipado do contrato, entre outras possíveis sanções contratuais.

Palavras-chave: Alienação fiduciária em garantia. Bem fungível. Ações. *Covenants*.

¹ Artigo recebido em: 31.03.2025 e aceito em: 04.04.2025.

* Mestre em Direito Empresarial pela University of Cambridge (2022). Mestranda em Direito Comercial pela PUC-SP. Bacharel em Direito pela PUC-SP. Advogada. E-mail: anafurriela@furriela.adv.br.

Abstract: This is a scientific article based on a bibliographical review of national and international doctrine on the contract for the fiduciary transfer of shares as collateral and contractual clauses to protect the fiduciary creditor. The aim is to defend the hypothesis that it is necessary to create contractual clauses that are pro-fiduciary creditor and oblige the fiduciary debtor to preserve the value of the shares that are the object of the collateral. The article begins with a brief historical recap of the origin of the fiduciary transfer of assets as a legal transaction, goes through the legal nature of fiduciary transfer of assets, also in summary form, and presents the legal regime applicable to fiduciary transfer of assets within the scope of the financial and capital markets in Brazil. Next, the fiduciary transfer of shares as collateral is addressed and the reasons why there is the need for contractual protection of the fiduciary creditor in this type of contract are set out. The article concludes with an exposition of the different types of contractual clauses that can be used to defend the interests of the fiduciary creditor in a contract for the fiduciary transfer of shares as collateral. The conclusion is that certain constraints can be contractually imposed on the fiduciary debtor, of which default can lead to the compulsory replacement or supplementation of the collateral offered, or even the early termination of the contract, among other possible contractual sanctions.

Keywords: Fiduciary Transfer of Assets. Fungible Assets. Shares. Covenants.

Sumário: Introdução. 1. Contexto Histórico. 2. Natureza jurídica da alienação fiduciária em garantia. 3. Regime jurídico no Brasil da Alienação Fiduciária no Mercado Financeiro e de Capitais. 4. Da Alienação Fiduciária de Ações. 5. Da necessidade de proteção contratual do credor fiduciário. 6. Das cláusulas contratuais de proteção do credor fiduciário. 6.1. Substituição ou complementação da garantia. 6.2. Dever de revelação. 6.3. Não alienação das ações objeto da garantia e não alienação do controle da companhia. 6.4. Mudança do objeto social e transformação

societária. 6.5. Nível de endividamento futuro. 6.6. *Negative Pledge Clause*. 6.7. *Disposal of or acquisition of assets*. 7. Disposal of or acquisition of assets. Conclusão.

Introdução.

O negócio jurídico subjacente ao Contrato de Alienação Fiduciária contemporâneo e existente no Brasil hoje tem a sua origem na Roma Antiga, fundado em uma relação baseada na *fiducia*, ou em português, a confiança. Trata-se de um negócio jurídico que, desde o seu surgimento visava o fomento ao crédito, caiu no esquecimento por muitos séculos, como veremos adiante, e foi retomado na Europa, à época da Revolução Industrial, com a mesma roupagem romana. Diante da complexidade que as relações humanas e mercantis tomaram, um negócio jurídico fundado apenas na *fiducia* mostrou-se incompatível com a segurança jurídica exigida pelos comerciantes. Como resultado, a alienação fiduciária ganhou corpo no campo do direito positivo e, no Brasil, passou a fazer parte do nosso ordenamento em 1965, na Lei do Mercado de Capitais. Entre 1965 e 2024, ano em que realizamos a presente pesquisa, um arcabouço legal foi desenvolvido pelos legisladores brasileiros a fim de reger a relação jurídica antiga, no sentido original da palavra, da alienação fiduciária.

O Contrato de Alienação Fiduciária em Garantia passou a ser utilizado em uma multiplicidade de operações financeiras, das mais cotidianas, como uma transação de garantia para aquisição de um eletrodoméstico por um consumidor final, até as mais complexas a fim de reger operações de garantia de safras futuras no financiamento do agronegócio brasileiro. Dentre as inúmeras transações financeiro-mercantis que poderíamos mencionar aqui que são garantidas por meio de um contrato de alienação fiduciária está a Alienação Fiduciária de Ações, escolhida como objeto deste artigo.

Todos esses pontos acima resumidos serão abordados com maior profundidade nas passagens a seguir e precisaram ser aludidos para que pudéssemos estabelecer o contexto em que se encaixa o problema que ora nos propomos a examinar: existe na atualidade um

regramento legal, até certa medida consolidado, que rege a alienação fiduciária de bens móveis no âmbito dos mercados de capitais, porém entendemos que essa legislação não seria suficiente para garantir a segurança jurídica da qual um credor fiduciário precisa em uma operação garantida por ações alienadas fiduciariamente. O propósito central deste artigo é de propor cláusulas contratuais que poderão ser incluídas nesse tipo de contrato visando proporcionar maior segurança ao credor e, simultaneamente, preservar o valor do bem alienado em garantia.

1. Contexto Histórico.

Voltando no tempo, apresentaremos a origem da Alienação Fiduciária, a partir dos estudos já realizados por autores brasileiros de renome. Trata-se de um ponto introdutório relevante para a nossa defesa da importância das cláusulas contratualmente negociadas entre credor e devedor, pois demonstra historicamente o desenvolvimento do regime jurídico aplicável a esse tipo de negócio jurídico-fiduciário.

O negócio jurídico com contornos semelhantes ao da Alienação Fiduciária que conhecemos hoje surgiu na Roma Antiga, por volta de 450 a.C., “[...] sendo um pacto de efeito moral fundado na consciência e na lealdade do fiduciário, sem força obrigatória”, de acordo com Álvaro Villaça Azevedo.²

Naqueles tempos, os negócios jurídicos fiduciários eram realizados de duas formas segundo Maria Helena Diniz:³ *fiducia cum amico* e *fiducia cum creditore*. A *fiducia cum amico* se assemelhava ao negócio jurídico que nomeamos de comodato, em que uma pessoa deixava determinado bem sob a guarda de um amigo, o qual deveria restituí-lo assim que solicitado pelo proprietário ou quando ces-

2 AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Curso de Direito Civil, Direito das Coisas, Volume V*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 182.

3 DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro, volume 4: Direito das Coisas*. 24. ed. reformulada. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 600.

sassem circunstâncias que apresentavam risco a esse bem.⁴ Já a *fiducia cum creditore*, figura próxima da alienação fiduciária em garantia, consistia na tradição de um bem de propriedade do devedor ao seu credor, em garantia de um débito. Uma vez satisfeita a dívida, o bem deveria ser restituído pelo credor ao devedor.

Desde a origem, o intuito da celebração desse negócio jurídico não previa a incorporação do bem ao patrimônio pleno do credor, ainda que diante do inadimplemento do devedor. Nesse sentido, destacamos o entendimento de Salomão Resedá e Maria Vitória Resedá:⁵ “[...] o credor não tem a vontade, ou a intenção, de ter o objeto dado em garantia em seu patrimônio. Ele, temporariamente, tem o domínio como uma forma de compelir o adimplemento da obrigação celebrada”.

Salomão Resedá e Maria Vitória Resedá⁶ também explicam que a partir da Revolução Industrial, “havia necessidade de dar maior mobilidade para o devedor para que pudesse gerir meios hábeis para se livrar o mais breve possível do débito, e por consequência da constrição.”

Assim, o bem passou a permanecer na posse direta do devedor para que pudesse adimplir a sua dívida mais rapidamente, ou seja, o risco de inadimplemento era, assim, reduzido. Os autores não mencionam expressamente esse fato, mas a partir de um exercício de lógica com base no contexto histórico, é de se imaginar que maquinários de fábricas eram dados por seus proprietários em garantia de um financiamento da atividade mercantil e, que se o devedor permanecesse em sua posse e usufruto, haveria uma maior probabilidade de que o comerciante iria gerar a renda necessária para abater a sua dívida, pois sem parte de seu maquinário, o mesmo montante de renda demoraria muito mais a ser obtido.

4 RESEDÁ, S.; RESEDÁ, M.V. A Alienação Fiduciária vista sob a Jurisprudência dos Tribunais Superiores. In: PAMPLONA FILHO, R.; PEDROSA, L (Coord.). *Novas Figuras Contratuais*: Homenagem ao Professor Washington Luiz da Trindade. São Paulo: LTr, 2010. p. 254–276. p. 256.

5 *Ibidem*. p. 256.

6 *Ibidem*. p. 257.

Cumprido destacar que, no interím entre a Roma Antiga e a Revolução Industrial, outras formas de garantia real começaram a ser utilizadas: a hipoteca, o penhor e a anticrese; enquanto a alienação fiduciária deixou de ser o instrumento de garantia mais popular. Contudo, diante do elevado ritmo de desenvolvimento das atividades industriais e da necessidade de acesso a crédito de baixo custo, as formas tradicionais de garantia real se demonstraram demasiadamente rígidas relembram Salomão Resedá e Maria Vitória Resedá⁷ e, portanto, a alienação fiduciária foi retomada por se tratar de uma garantia mais permissiva e efetiva ao credor para executar o seu crédito.

Do ponto de vista do direito positivo, a alienação fiduciária não foi contemplada no primeiro código de direito romano, o *Corpus juris civilis* e conseqüentemente não foi refletida no BGB alemão nem no Código Napoleônico francês, que utilizaram o direito posto romano de inspiração.⁸ Como resultado, no Brasil, a alienação fiduciária não foi adotada pelo Código Civil de 1916 e apenas entrou para o ordenamento jurídico brasileiro com a sua previsão legal restrita a bens móveis na Lei do Mercado de Capitais de 1965. Em seguida, foi editado o Decreto-Lei n. 911/1969 a fim de regulamentar o procedimento para excussão da garantia pelo credor titular de uma garantia fundada em contrato de alienação fiduciária.

Expôs Maria Helena Diniz⁹ que “essa Lei do Mercado de Capitais adotou esse instituto jurídico para atender os reclamos da política de crédito e do emprego de capitais em títulos e valores mobiliários [...]”, sendo que diante de uma recessão econômica no país na década de 1960 se fazia necessário adotar medidas favoráveis ao fomento do crédito para aquisição de bens de consumo e aprimorar as condições das operações de crédito, de modo geral.

7 RESEDÁ, S.; RESEDÁ, M.V. A Alienação Fiduciária vista sob a Jurisprudência dos Tribunais Superiores. In: PAMPLONA FILHO, R.; PEDROSA, L(Coord.). *Novas Figuras Contratuais*. Homagem ao Professor Washington Luiz da Trindade. São Paulo: LTr, 2010. p. 254–276. p. 257.

8 *Ibidem*. p. 256.

9 DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro, volume 4: Direito das Coisas*. 24. ed. reformulada. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 601.

Por sua vez, Melhim Namem Chalhuh,¹⁰ o mais expressivo expositor e especialista sobre o tema da alienação fiduciária em garantia no país, dá ênfase ao papel dos instrumentos jurídicos no processo de modernização do mercado financeiro e de capitais. Os mecanismos de financiamento e circulação de capitais se transformam e vão ganhando cada vez maior complexidade, o que acaba por “[...] exigir o aperfeiçoamento de institutos e mecanismos jurídicos existentes e a criação de novos instrumentos de dinamização dos negócios”.¹¹

Por mais de 30 anos a Lei do Mercado de Capitais e o Decreto-lei n. 911/1969 regeram a alienação fiduciária sobre bens móveis, até a edição do Código Civil de 2002 que introduziu um capítulo sobre a Propriedade Fiduciária, aplicável aos negócios jurídicos cujo objeto era a criação desse tipo de propriedade, dentre eles a alienação fiduciária e a cessão fiduciária. Em seguida, a Lei n. 10.931/2004 alterou a Lei do Mercado de Capitais, cuja atual redação engloba apenas a alienação fiduciária de bens móveis fungíveis e infungíveis, restrita a operações no mercado financeiro e de capitais, isto é, apenas praticada por credores que sejam instituições parte do Sistema Financeiro Nacional.

Toda essa retrospectiva histórica, conforme adiantado, em conjunto com a análise do regime jurídico aplicável à Alienação Fiduciária de Ações, é necessária, pois um dos pontos que defendemos é a ideia de que inicialmente a Alienação Fiduciária, cuja própria etimologia revela, consistia em um negócio jurídico baseado em uma relação de confiança, não havia contrato escrito, nem regime jurídico aplicável e tampouco maneira eficaz de se fazer valer o acordo, que resolvia-se por meio de perdas e danos.¹² A partir do momento em

10 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023.

11 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023. P. 2.

12 AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Curso de Direito Civil, Direito das Coisas, Volume V*. 2. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. p. 182.

que as relações humanas e comerciais ganharam complexidade, normas escritas passaram a ser necessárias. Esse processo observamos no exterior e depois o seu largo desenvolvimento no Brasil, que culminou no Marco Legal das Garantias promulgado ao fim do ano de 2023.

Entendemos, não obstante, que todo o arcabouço legal existente ainda assim não é suficiente para proteger o credor em operações financeiras complexas e multifacetadas que são garantidas, dentre mais de uma garantia, pela alienação fiduciária de ações. Conforme demonstraremos adiante, existe uma série de cláusulas adicionais que, além de proteger o credor fiduciário, podem resultar na concessão de crédito de forma mais barata. Deve-se compreender que por mais que a criação de obrigações para o devedor estabeleça dificuldades, ao mesmo tempo, dão mais segurança ao credor que estará mais propenso a conceder acesso ao crédito de maneira mais barata.

2. Natureza jurídica da alienação fiduciária em garantia.

Orlando Gomes¹³ define o instituto da alienação fiduciária em garantia como “o negócio jurídico pelo qual o devedor, para garantir o pagamento da dívida, transmite ao credor a propriedade de um bem, normalmente retendo-lhe a posse direta, sob a condição resolutive de saldá-la”.

Já Chalhub escreve que a propriedade fiduciária abarca “[...] a propriedade resolúvel, limitada ao atendimento da finalidade da garantia de um crédito, de modo que, paga a dívida, resolve-se a propriedade que transmitira em garantia, enquanto que, ao contrário, não paga a dívida, consolida-se no fiduciário [...]”.¹⁴

13 GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. coord. por Edvaldo Brito e atual. por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 648 p.p. 567.

14 CHALHUB, Melhim Namem. *Trust: Perspectivas do Direito Contemporâneo na transmissão*

Sendo assim, a alienação fiduciária em garantia consiste em um negócio jurídico fiduciário que tem por resultado a criação de uma propriedade fiduciária sobre determinado bem alienado com vistas a garantir o cumprimento de uma obrigação, tida como principal, do devedor fiduciante para com credor fiduciário. Trata-se de uma propriedade resolúvel, isto é, temporária e limitada por condições impostas pelo regime jurídico aplicável e pelo contrato por meio do qual for constituída.

Carlos Alberto Bittar¹⁵ entende que o objetivo do instituto jurídico da alienação fiduciária em seus primórdios no Brasil seria “[...] proteger os capitais envolvidos em financiamentos para aquisição de bens de consumo duráveis.” Ainda que hoje não se restrinja à aquisição de bens de consumo duráveis, a proteção dos capitais dos financiadores permanece imprescindível como forma de fomento à concessão de crédito para desenvolvimento de atividades empresariais e o crescimento da economia no país.

A alienação do bem, seja móvel ou imóvel, por seu proprietário ou adquirente é realizada como forma de garantir o cumprimento de uma obrigação principal de uma dívida contraída pelo devedor fiduciante com o credor fiduciário. Gustavo Tepedino e Danielle Tavares Peçanha referem-se à garantia autônoma, como a criada pela alienação fiduciária em garantia, que “[...] associa-se normalmente a instrumentos jurídicos destinados a assegurar a realização de direito subjetivo patrimonial do credor, para o caso de inadimplemento do devedor”.¹⁶

da propriedade para administração de investimentos e garantia. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 108.

15 BITTAR, Carlos Alberto. *Contratos Comerciais*. 5. ed. rev. e atual. por Carlos Alberto Bittar Filho. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008. p. 53

16 TEPEDINO, G.; PEÇANHA, D. T.O Perfil das Garantias Autônomas no Direito Brasileiro. In: KUYVEN, Fernando (Coord.). *Novas Perspectivas do Direito Empresarial, 90 anos do Prof. Modesto Carvalhosa - Volume II*. São Paulo: Quartier Latin, 2023. p. 591-613. p. 591-592.

Referida relação de crédito garantida pela alienação fiduciária de um bem pode ter correlação ou não com o bem alienado em *fiduciacia*, isto é, o negócio jurídico de alienação fiduciária em garantia pode ser celebrado para a aquisição de um bem, sendo esse bem o objeto da propriedade resolúvel e garantia, como pode um bem que já faz parte da propriedade do devedor fiduciante ser dado em garantia. Ainda, ressaltamos uma terceira possibilidade que permite que um terceiro preste garantia com um bem de sua propriedade face à uma relação credor-devedor da qual não faz parte.

Chalhub ensina: “na relação que se estabelece entre o financiador (credor fiduciário) e o devedor (fiduciante), o contrato principal é o de financiamento, ou empréstimo, e o contrato acessório é o de alienação fiduciária”.¹⁷ Assim, a alienação fiduciária em garantia cumpre o papel de uma obrigação acessória que visa garantir o adimplemento de uma obrigação principal e, em caso de descumprimento, possibilitar ao credor fiduciário acesso prático e não moroso ao seu crédito.

Ainda que o nosso intuito não seja discorrer longamente sobre todas as minúcias do contrato de alienação fiduciária em garantia, outro ponto essencial para o nosso objetivo implica na breve exposição sobre as formas de extinção desse negócio jurídico.

Existem duas formas:¹⁸ (i) em caso de adimplemento da obrigação principal, a propriedade fiduciária sobre o bem objeto da garantia é desfeita e recomposta a propriedade plena do bem na pessoa do devedor fiduciante; ou (ii) em caso de inadimplemento da obrigação principal, a propriedade fiduciária é consolidada no credor fiduciário que estará obrigado a vendê-la para terceiros a fim de satisfazer o seu crédito.¹⁹

17 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais - Estudos e Pareceres*. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 83.

18 *Ibidem*. p. 84.

19 Código Civil, Art. 1364. Vencida a dívida, e não paga, fica o credor obrigado a vender,

3. Regime jurídico no Brasil da Alienação Fiduciária no Mercado Financeiro e de Capitais.

Iniciamos este capítulo com uma digressão necessária. Embora o nome do instituto jurídico do qual ora tratamos englobe a palavra “fiduciária”, cuja etimologia implica em uma relação baseada na confiança, atualmente um certo bem somente é dado pelo devedor e aceito pelo credor como uma garantia por conta de direitos e deveres que são previstos para as partes na lei e no contrato subjacente.

Conforme introduzido acima, a alienação fiduciária em garantia teve a sua primeira previsão legal no ordenamento jurídico brasileiro em 1965 na Lei do Mercado de Capitais (Lei n. 4.728/1965). O texto legal originalmente promulgado²⁰ previa a possibilidade da realização desse negócio jurídico apenas em relação a bens móveis e não incluía a previsão do procedimento por meio do qual a garantia poderia ser excutida pelo credor fiduciário em caso de inadimplemento da obrigação principal pelo devedor fiduciante.

Então, em 1969 foi expedido o Decreto-lei n. 911/1969 que disciplinou o processo para a constituição da propriedade fiduciária sobre um bem móvel alienado fiduciariamente, bem como para constituição do devedor inadimplente em mora e para excussão da garantia. Referido Decreto-lei também alterou a definição dada pelo Artigo 66 da Lei do Mercado de Capitais à alienação fiduciária em garantia, cuja redação passou a ser mais minuciosa.²¹

judicial ou extrajudicialmente, a coisa a terceiros, a aplicar o preço no pagamento de seu crédito e das despesas de cobrança, e a entregar o saldo, se houver, ao devedor. (BRASIL, 2002).

20 Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Redação original do Artigo 66, *caput*. Nas obrigações garantidas por alienação fiduciária de bem móvel, o credor tem o domínio da coisa alienada, até a liquidação da dívida garantida.

21 Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Redação dada pelo Decreto-lei n. 911, de 1 de outubro de 1969 e revogada pela Lei n. 10.931, de 2004, do Art. 66, *caput*. A alienação fiduciária em garantia transfere ao credor o domínio resolúvel e a posse indireta da coisa móvel alienada, independentemente da tradição efetiva do bem, tornando-se o alienante ou devedor em possuidor direto e depositário com tôdas as responsabilidades e encargos que lhe incumbem de acordo com a lei civil e penal.

Décadas depois, o Código Civil de 2002 finalmente estabeleceu um regime jurídico geral para a propriedade fiduciária de bens móveis infungíveis,²² sendo a alienação fiduciária apenas um dos tipos de negócios jurídicos que tem como resultado a instituição da propriedade fiduciária sobre determinado bem.

Um ano antes, em 2001, foi editada a Medida Provisória n. 2.160-25/2001, que buscou alterar a Lei do Mercado de Capitais e instituir a alienação fiduciária em garantia, dessa vez sobre bem fungível ou de direito. Porém, a referida Medida Provisória custou a ser transformada em lei.

Somente em 2004 foi promulgada a Lei n. 10.931/2004 que alterou uma vez mais a Lei do Mercado de Capitais, tendo em vista que o Código Civil recém em vigor havia passado a prever um regime jurídico geral para todos os negócios jurídicos que tinham, dentre os seus efeitos, a transferência de uma propriedade sobre um bem móvel infungível de forma limitada e condicionada, resultando na propriedade fiduciária.

Por conseguinte, o Artigo 66 da Lei do Mercado de Capitais foi integralmente revogado e um novo Artigo 66-B²³ foi incorporado para

22 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023. p. 157.

23 Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Artigo 66-B, i. O contrato de alienação fiduciária celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais, bem como em garantia de créditos fiscais e previdenciários, deverá conter, além dos requisitos definidos na - Código Civil, a taxa de juros, a cláusula penal, o índice de atualização monetária, se houver, e as demais comissões e encargos.

§1o Se a coisa objeto de propriedade fiduciária não se identifica por números, marcas e sinais no contrato de alienação fiduciária, cabe ao proprietário fiduciário o ônus da prova, contra terceiros, da identificação dos bens do seu domínio que se encontram em poder do devedor.

§2o O devedor que alienar, ou der em garantia a terceiros, coisa que já alienara fiduciariamente em garantia, ficará sujeito à pena prevista no .

§3o É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da

prever a figura da alienação fiduciária em garantia especificamente no contexto do mercado financeiro e de capitais. Essa nova redação permanece vigente até hoje e autorizou inclusive a realização da alienação fiduciária de bens fungíveis (parágrafo 3º do Artigo 66-B da Lei do Mercado de Capitais), a qual, no Brasil, somente é possível de forma válida em relações contratuais das quais os respectivos credores sejam instituições participantes do sistema financeiro nacional.

Igualmente, o Código Civil foi alterado pela Lei n. 10.931/2004 que acrescentou o Artigo 1.368-A²⁴ a fim de esclarecer que o regime jurídico das leis especiais sobre a propriedade fiduciária tem aplicação principal e as disposições do Código Civil são aplicáveis de forma supletiva²⁵ naquilo em que não houver incompatibilidade, tendo as disposições sobre a propriedade fiduciária também sido alteradas pela Lei 13.043/2014 . E, o Decreto-lei n. 911/1969 foi alterado pela Lei 10.931/2004, pela Lei 13.043/2014 e pela Lei 14.711/2023 (Marco Legal das Garantias).

Com efeito, constata Chalhub que “o regime jurídico da garantia fiduciária incidente sobre coisa fungível [...] (Lei 4.728/1965, art.

obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada.

§4o No tocante à cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis ou sobre títulos de crédito aplica-se, também, o disposto nos arts. 18 a 20 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

§5o Aplicam-se à alienação fiduciária e à cessão fiduciária de que trata esta Lei os arts. 1.421, 1.425, 1.426, 1.435 e 1.436 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

§6o Não se aplica à alienação fiduciária e à cessão fiduciária de que trata esta Lei o disposto no art. 644 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002.

24 Código Civil. Artigo 1.368-A i. As demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submetem-se à disciplina específica das respectivas leis especiais, somente se aplicando as disposições deste Código naquilo que não for incompatível com a legislação especial. (Brasil, 2002).

25 GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. coord. por Edvaldo Brito e atual. por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 568

66B) é substancialmente distinto daquele aplicável à garantia fiduciária da compra de bens de consumo”.²⁶

Por fim, ao cabo de 2023, o aguardado Marco Legal das Garantias entrou em vigor, o qual alterou disposições do Código Civil e do Decreto-lei n. 911/1969, incluindo novas disposições, com vistas a facilitar o procedimento para excussão da garantia oriunda do negócio de alienação fiduciária e dar maior segurança jurídica aos credores fiduciários.

Além dos dispositivos legais aplicáveis à alienação fiduciária de bens móveis fungíveis, há que se mencionar a Lei das Sociedades Anônimas que rege os direitos e deveres dos acionistas em relação às ações de sua titularidade, como também será visto no item a seguir.

Em suma, o regime jurídico atualmente aplicável à alienação fiduciária de ações em garantia consiste em uma combinação do regime geral previsto no Código Civil de 2002, da Lei n. 4.728/1965 que contém normas especiais, do Decreto-lei n. 911/1969, cujas normas são procedimentais, todos conforme alterações pelas leis supervenientes supramencionadas, bem como a Lei das Sociedades Anônimas.

4. Da Alienação Fiduciária de Ações.

Constatada a possibilidade de o bem dado em garantia pertencer originariamente ao patrimônio do devedor²⁷ ou ter sua aquisição viabilizada por um financiamento garantido pelo próprio bem aliena-

26 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais - Estudos e Pareceres*. 1. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 194.

27 Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 28. O contrato de alienação fiduciária em garantia pode ter por objeto bem que já integrava o patrimônio do devedor. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Súmula n. 28. Julgado em 25 set. 1991, publicado no Diário da Justiça em 08 out. 1991, p. 14038.).

do, passamos a abordar especificamente o contexto em que ações de sociedades anônimas são dadas em garantia, bem como as suas peculiaridades.

A possibilidade jurídica de bens móveis fungíveis, como é o caso de ações de uma companhia, serem alienados fiduciariamente passou a ser contemplada com a mudança supramencionada feita pela Lei n. 10.931/2004 à Lei do Mercado de Capitais,²⁸ estando restrita à garantia de “[...] créditos constituídos no âmbito do mercado financeiro e de capitais”²⁹ e segundo Melhim Namem Chalhub “[...] mais frequentemente para fins de garantia de empréstimo destinado a capital de giro de empresas”.³⁰

Cumprе ressaltar que o regime restrito ao âmbito do mercado financeiro e de capitais que recai sobre alienação fiduciária de ações prevê que nesse tipo de operação de crédito apenas poderão figurar como credoras instituições próprias do sistema financeiro nacional. Referido autor confirma:

[...] a Lei nº 10.931/2004 estabelece características especiais para o contrato de alienação fiduciária de que seja parte entidade financeira, intitulando a Seção XIV da Lei nº 4.728/65 de ‘Alienação Fi-

28 Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Artigo 66-B, i. § 3o É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada.

29 CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023. p. 166.

30 *Ibidem*. p. 164.

duciária em Garantia no Âmbito do Mercado Financeiro e de Capitais.³¹

De acordo com a lógica explicitada anteriormente, o contrato de alienação fiduciária de ações pode ser celebrado como forma de aquisição de ações de certa companhia, no contexto de garantia de operações de dívida³² ou até um terceiro poderia prestar uma garantia dando ações de sua propriedade para garantir uma dívida da qual não é parte, tendo como pré-requisito que a parte fiduciante seja titular pleno das ações a serem transmitidas.

Orlando Gomes³³ lembra que, na alienação fiduciária de bem móvel fungível, ocorre a transmissão da posse ao credor fiduciário do bem fungível dado em garantia. Por outro lado, na alienação fiduciária de bens móveis infungíveis, o bem fica na posse direta do devedor fiduciante que torna-se depositário dele.

Trata-se de característica própria da alienação fiduciária de ações enquanto bens de natureza fungível o afastamento do dever de guarda com diligência e uso da coisa pelo devedor fiduciante como se depositário fosse, prevista no artigo 1.363 do Código Civil³⁴ (Brasil, 2002). De acordo com Paulo Restiffe Neto e Paulo Sérgio Restiffe, “[...] em que pese a natureza fungível das ações, poderá ser constituída a alienação fiduciária em garantia sobre elas, *ex vi legis*: e não há a responsabilidade de depositário em relação ao acionista fiduciante devedor” (1999, p. 62).

31 *Ibidem*. p. 165.

32 “A alienação fiduciária, tendo por objeto ações de sociedade anônima, constitui pacto adjeto de garantia em contrato principal, cuja prestação poderá ser compra e venda, ou concessão de crédito ou financiamento” (Restiffe Neto; Restiffe, 1991, p. 65).

33 GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. coord. por Edvaldo Brito e atual. por Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 648 p. 567.

34 Código Civil. Artigo 1.363. Antes de vencida a dívida, o devedor, a suas expensas e risco, pode usar a coisa segundo sua destinação, sendo obrigado, como depositário:

I - a empregar na guarda da coisa a diligência exigida por sua natureza;

II - a entregá-la ao credor, se a dívida não for paga no vencimento.

Sobre a obrigação como se depositário fosse, Adroaldo Furta-
do Fabrício também se manifesta:

o dever de guarda, conservação e entrega implica sua imobilização e a conseqüente paralisação da atividade que institui o escopo mesmo da empresa comercial ou industrial. O devedor já não os pode vender, ou especificar, ou transformar, ou aceder, porque deve mantê-los tais como são, *in natura*, à disposição do credor, íntegros e imutáveis.³⁵

Assim, discute-se se seria possível estabelecer os deveres do depositário ao credor fiduciário de bem fungível, visto que com ele restaria a posse direta e indireta do bem dado em garantia, salvo disposição contratual em contrário.³⁶ Isso implicaria em um dever de guarda e conservação do bem que não é possível em relação a um bem, como a ação de uma empresa, que sequer é tangível.

Nessa hipótese, não haveria razão para se justificar o dever de diligência do devedor fiduciante que não estará na posse de um bem que sequer é tangível e, conseqüentemente, não fará dele uso, e tampouco do credor fiduciário, pelos mesmos motivos.

O dever de guarda e uso do bem de forma diligente surgiu a partir do momento em que, com a Revolução Industrial, como discutimos acima, a posse direta do bem passou a ficar com o devedor fiduciante para que pudesse utilizá-lo na sua atividade mercantil e tivesse meios hábeis para pagar a sua dívida. Também se manteve quando o instituto da alienação fiduciária passou a ser utilizado para aquisição de bens de consumo, por se tratar de uma garantia real que é constituída em bem sob a propriedade fiduciária do credor. Portan-

35 FABRÍCIO, A. F. Alienação Fiduciária de coisa fungível - um grave equívoco. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 76, n. 617, p. 16-19, mar. 1987.

36 Nota n. 8. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Artigo 66-B, § 3o, i.

to, não há que se falar em devedor fiduciante nem em um credor fiduciário como depositários de ações.

Também devemos expor as normas contidas na lei societária que fazem menção expressa ao contrato em tela. Conforme previsto no artigo 40³⁷ da Lei das Sociedades Anônimas (Brasil, 1976), é devido que a alienação fiduciária das ações seja registrada em livro próprio e oferecemos destaque expresso ao parágrafo único do artigo 113 do mesmo diploma legal:³⁸

Parágrafo único. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato.

De acordo com a última disposição mencionada, o credor fiduciário não terá direito a exercer livremente o direito ao voto relativo à ação que lhe for alienada fiduciariamente em garantia, porém poderá estabelecer restrições contratuais ao exercício do voto pelo devedor fiduciante que deverá obedecer aos termos do contrato de alienação fiduciária.

Modesto Carvalhosa em seus comentários ao Artigo 113 da Lei das S.A. (Brasil, 1976) explica que não pode o credor, na qualidade de proprietário fiduciário, atuar como procurador do devedor já que haveria um conflito de interesses e “tal voto seria contrário não só aos

37 Lei n. 6.404, 15 de dezembro de 1976. Artigo 40. O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados:

I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas";

II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarã no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista.

Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros (Brasil, 1976).

38 Lei n. 6.404, 15 de dezembro de 1976. Artigo 113. (Brasil, 1976).

interesses do próprio acionista, como aos da própria companhia, já que o voto deve ser exercido no interesse societário (art. 115)³⁹.

A fortiori não haveria a possibilidade do estabelecimento de cláusulas contratuais que determinassem um direcionamento pelo credor do voto do devedor, ainda que se exercido em nome próprio, diante do evidente conflito de interesses. Dessa forma, não poderia haver direcionamento pelo credor fiduciário na política de governança corporativa da empresa emissora das ações, especialmente estando vedada a indicação de membros para comporem os órgãos sociais.

Quanto à qualificação do devedor fiduciante das ações, bem expuseram Paulo Restiffe Neto e Paulo Sérgio Restiffe:

[...] é interessante notar que o devedor fiduciante mantém o status de acionista, que, aliás, não se exaure nessa prerrogativa, conquanto não seja proprietário atual (mas proprietário sob condição suspensiva) das ações alienadas ao credor fiduciário (de regra, uma instituição financeira), que é o proprietário atual (mas sob condição resolutiva).⁴⁰

Não obstante, a Lei das Sociedades Anônimas é silente quanto aos demais direitos e deveres do acionista devedor fiduciante. Diante da ausência de previsão específica e da interpretação da natureza da alienação fiduciária que enquanto negócio jurídico constitui uma propriedade temporária e sujeita à condição suspensiva, o credor fiduciário não fará jus aos direitos relativos às ações que receber em fidúcia e tampouco estará sujeito às responsabilidades do acionista.

39 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 479.

40 RESTIFFE NETO, P. RESTIFFE, P. A Alienação Fiduciária em Garantia e a Lei de Sociedades Anônimas - Lei 6.404, de 15.12.1976. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 88, n. 764, p. 60-74, jun. 1999. p. 64.

Para os mesmos autores mencionados, esse negócio jurídico “não transfere ao credor-fiduciário o direito aos frutos civis provenientes das ações, nem reciprocamente os prejuízos ou responsabilidades próprias de acionista perante a companhia, terceiros ou o Fisco”.⁴¹ Em sentido complementar, entendem Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Rodrigo Rabelo Tavares Borba que

No caso de alienação fiduciária em garantia, tendo em vista que há alteração formal de titularidade, faz-se necessário recorrer à interpretação funcional, para se chegar à conclusão de que esta alteração de titularidade tem mera função de garantia, de tal forma que os dividendos devem continuar a serem pagos ao devedor acionista.⁴²

A partir da análise de Paulo Restiffe Neto e Paulo Sérgio Restiffe combinada com a de Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Rodrigo Rabelo Tavares Borba, tem-se que o status de acionista permanece com o devedor fiduciante incluindo o direito ao recebimento de dividendos, o qual tende a ser um dos direitos de maior interesse de um acionista.

5. Da necessidade de proteção contratual do credor fiduciário

Das diferentes aplicações práticas possíveis para a alienação fiduciária de ações em garantia, o contorno que pretendemos abordar

41 RESTIFFE NETO, P. RESTIFFE, P. A Alienação Fiduciária em Garantia e a Lei de Sociedades Anônimas - Lei 6.404, de 15.12.1976. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 88, n. 764, p. 60-74, jun. 1999. p. 66.

42 ALVES, A. F. A.; BORBA, R. R. T. Alienação Fiduciária de Ações em Garantia de Opção de Venda de Ações (Put Option): Uma Proposta de Mecanismo de Liquidez para Fundos de Investimento em Participação Acionária. *Revista de Direito Empresarial*, v. 16, p. 43-72, jul./ago. 2016. p. 46.

neste artigo é a alienação fiduciária de ações em garantia de operações de crédito.

No Brasil, as transações de *corporate finance* por meio das quais uma companhia busca recursos externos junto a entes do mercado financeiro e de capitais para financiar a sua operação ou para financiar um projeto no qual pretende investir incluem os empréstimos bancários e as emissões de títulos de dívida, sendo utilizados comumente as debêntures, certificados de recebíveis (operações de securitização) e os *commercial papers*, sendo que apenas no caso deste último não há a figura da garantia.⁴³

O acesso a recursos no mercado financeiro pode ser custoso e, uma das formas de diminuir esse custo e ganhar a confiança dos bancos ou investidores é a prestação de uma garantia⁴⁴. Junto ao mecanismo da garantia, a doutrina e a prática jurídica estabeleceram, pelo mundo, uma série de cláusulas contratuais em um empenho por proteger o crédito dos bancos e dos investidores. Quanto mais proteções jurídicas conferindo segurança ao credor em reaver o seu crédito, mais barato tende a ficar o acesso ao financiamento de atividades corporativas.

Referidas cláusulas contratuais são conhecidas na doutrina estrangeira como *covenants*, isto é, cláusulas que estabelecem condições e restrições à atuação da empresa devedora como condição para obter a concessão do crédito e que, uma vez inadimplidas, podem

43 DEL GIGLIO, A. *A Evolução do Mercado de Capitais e a Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras*. 2008. 69 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2008. p. 17-19.

44 “A typical bank loan contract includes not just key pricing parameters such as interest rate and maturity, but also additional terms that serve to reduce the risk for the lender such as collateral requirements and covenant provisions” (ELKAMHI, R; POPOV, L; Pungaliya. R. S. Financial maintenance covenants in bank loans. *Economic Theory*, v. 76, n. 4, p. 1197-1255, nov. 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s00199-023-01490-4>. Acesso em: 24 jun. 2024. p. 1198).

levar ao vencimento antecipado da dívida. Segundo Eilís Ferran e Look Chan Ho, a função dos covenants:

[...] is to seek to restrict the borrower in the conduct of its business and thus to give the lender some control over the way in which that business is managed. [...] The underlying aim is to ensure that the borrower remains able to fulfill its obligations under the loan and does not engage in conduct that would prejudice that ability.⁴⁵

Os *financial covenants*, por sua vez, estabelecem restrições a certas condutas do devedor cujo objetivo é garantir a sua solvência, sendo a garantia uma espécie de *financial covenant*. Para Ferran e Ho (2014, p. 286), “financial covenants seek to ensure that the borrower’s solvency will be maintained and that the borrower will not become too heavily dependent on debt finance [...]”. Enquanto Elkamnhí, Popov e Pungaliya confirmaram a relevância desse tipo de cláusula: “[...] financial maintenance covenants continue to be important features for a broad set of loan contracts” (2023, p. 1253).

A alienação fiduciária em garantia tem como pressuposto um certo valor do bem que teria o condão de satisfazer o crédito, ou seja, a obrigação principal, em parte ou em sua totalidade a depender da parcela da obrigação sendo garantida pelo bem alienado fiduciariamente. Em se tratando de ações, o valor das ações pode flutuar e elas podem perder valor após a prestação da garantia e a constituição da propriedade fiduciária sobre elas.

O credor fiduciário em posse das ações alienadas não terá uma série de poderes próprios da propriedade plena sobre as ações como o poder de voto e o direito ao recebimento de dividendos. Portanto, o credor fiduciário precisa buscar outras formas de garantir que

45 FERRAN, Eilís; HO, Look Chan. *Principles of Corporate Finance Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 282-283.

o valor do bem dado em garantia do recebimento do seu crédito permanecerá o mais próximo possível do valor que tinha na data em que foi prestada a garantia, sendo que, em nosso entendimento, a inclusão de *covenants* nos respectivos contratos poderia vir a garantir a segurança esperada pelo credor, ao menos em parte.

Ainda que seja vedado o direcionamento pelo credor fiduciário da gestão da empresa emissora das ações sob sua propriedade fiduciária por meio do exercício do direito de voto, que permanece com o devedor, pois poderia configurar controle externo da companhia por alguém que não tem o status próprio de acionista, segundo Modesto Carvalhosa, não há óbice para que certas deliberações dependam da concordância do credor fiduciário:

a lei de 1976, como aventado, permite convenicionar-se, no instrumento de penhor, que o acionista não poderá votar em determinadas deliberações sem o consentimento do credor”.⁴⁶

Contudo, não são todas as matérias que podem ser submetidas ao consentimento prévio do credor, Carvalhosa dá como exemplo “[...] atos normais de administração e de gestão da companhia, nem os relativos à sua expansão desde que com recursos próprios ou de seus acionistas”.⁴⁷ Outros exemplos dados pelo autor são nomeação de administradores, aumento do capital social e eleição dos membros do Conselho Fiscal.

Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Rodrigo Rabelo Tavares Borba reiteram:

“[...] deve restar claro que as cláusulas do contrato de alienação fiduciária não podem esvaziar o

46 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 481.

47 *Ibidem*. p. 481.

exercício do poder de controle pelo fiduciante [...] ilícitas serão as cláusulas que, de forma disfuncional, implicarem em uma alienação indireta de controle”.⁴⁸

Ora, não buscamos defender cláusulas que criem um exercício de controle externo e tomada de decisões diretas quanto aos rumos da companhia. O que se defende é a imposição de obrigações de não fazer, caso contrário corre-se o risco de estabelecer cláusulas ilícitas de ingerência indevida na companhia.

Portanto, buscamos com este artigo introduzir mecanismos contratuais, os quais já são comumente utilizados nos contratos que regem a obrigação principal da dívida, para além de proteger o credor contra a insolvência do devedor, também garantir a manutenção do valor do bem dado em garantia por meio de uma obrigação acessória.

6. Das cláusulas contratuais de proteção do credor fiduciário.

Conforme discorremos no início deste artigo, a alienação fiduciária consiste em uma espécie de garantia real que ressurgiu em um contexto de necessidade de fomento ao crédito, porém cujo regime jurídico aplicável, no que tange a alienação fiduciária no âmbito do mercado financeiro e de capitais, é limitado, sendo as proteções conferidas legalmente insuficientes ou genéricas.

Com o intuito de conferir uma proteção mais robusta e estruturada ao credor fiduciário, elaboramos o presente artigo e passamos a listar nos subcapítulos a seguir algumas espécies de cláusulas que

48 ALVES, A. F. A.; BORBA, R. R. T. Alienação Fiduciária de Ações em Garantia de Opção de Venda de Ações (Put Option): Uma Proposta de Mecanismo de Liquidez para Fundos de Investimento em Participação Acionária. *Revista de Direito Empresarial*, v. 16, p. 43-72, jul./ago. 2016. p. 49.

podem ser negociadas para constar do contrato de alienação fiduciária de ações em garantia.

Entendemos que a alienação fiduciária de ações enquanto bens fungíveis não é incompatível com a versão original do instituto da alienação fiduciária, no Brasil, que apenas englobava os bens infungíveis, visto que, ao nosso entender, bastaria estabelecer obrigações ao devedor fiduciante que sejam compatíveis com a natureza do bem, em especial que o obriguem a manter o valor das ações.

A ideia que defendemos está alinhada com a doutrina, acima exposta, que não depreende da lei a existência de uma obrigação do devedor fiduciante como depositário, pois não o é. Porém, enxergamos a necessidade do estabelecimento de deveres ao devedor fiduciante que, quando lhe é imposta a obrigação de depositário está vinculado a um dever de manutenção da ótima condição do bem sob a sua posse, enquanto essa figura não existe na alienação fiduciária de bens fungíveis por ser incompatível, obrigações semelhantes e adaptadas à natureza do bem objeto da alienação em confiança pode ser impostas contratualmente.

Concordamos, dessa maneira, com a opinião de Adroaldo Furtado Fabrício,⁴⁹ segundo a qual as ações alienadas pelo devedor fiduciante devem ser mantidas como são e à disposição do credor fiduciário para que este possa vendê-las e obter valor justo a fim de ver o seu crédito satisfeito, em caso de inadimplemento do devedor.

Em decorrência do entendimento pela necessidade de que o valor das ações dadas em garantia permaneça o mais próximo possível do valor que tinham no momento em que a propriedade fiduciária foi constituída sobre elas é que defendemos a necessidade da inclusão de cláusulas contratuais ou *covenants* que imponham esse dever de forma específica e minuciosa ao devedor fiduciante.

49 FABRÍCIO, A. F. Alienação Fiduciária de coisa fungível - um grave equívoco. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 76, n. 617, p. 16-19, mar. 1987. p. 16-19.

Conforme Orlando Gomes, um direito real de garantia como aquele que surge da alienação fiduciária em garantia “[...] é o que confere ao credor a pretensão de obter o pagamento da dívida com o valor do bem aplicado exclusivamente à sua satisfação”.⁵⁰ Se o bem objeto da garantia perder valor, a garantia real perde a sua essência porque deixa de satisfazer o crédito devido pelo credor.

Por mais que o devedor permaneça em dívida com o credor pela diferença do valor que a garantia dada não puder suprir,⁵¹ a relação contratual subjacente se desequilibra, visto que o crédito somente foi concedido pelo credor em razão do valor do bem no momento da criação da garantia real. Contudo, esse cenário não é ideal, é custoso, moroso e, diante de um devedor que já se provou inapto a cumprir o seu compromisso para com o credor fiduciário, ainda poderá se demonstrar completamente insolvente.

Deve-se considerar a potencial inefetividade da solução legal considerando que o devedor provavelmente já se encontra em condição precária de recursos financeiros ou até já se tornou propriamente insolvente e não poderá arcar com a dívida para com o credor. Então, os riscos para o credor são maiores se ele optar em se valer da proteção que lhe é legalmente conferida. Também deve-se considerar o custo e a demora para a cobrança do devedor até que o credor receba o seu crédito na totalidade, o que pode chegar a nem ocorrer.

Não obstante, há que ser cuidadoso de modo que as restrições impostas ao devedor fiduciante não impossibilitem o desenvolvimento da atividade empresária e acabem por ter o efeito contrário pretendido, qual seja de causar a insolvência do devedor, conforme alertam Adler e Kahan: “the irony of a debtor’s covenant against actions that

50 GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 21. ed. rev. e atual. Luiz Edson Fachin. Rio de Janeiro: Forense, 2012. 462 p. p. 349

51 Código Civil. Artigo 1.366. Quando, vendida a coisa, o produto não bastar para o pagamento da dívida e das despesas de cobrança, continuará o devedor obrigado pelo restante. (Brasil, 2002).

can lead to its insolvency is that when such a covenant is breached, insolvency itself may render the remedy ineffective”.⁵²

Existem uma série de fatores que podem levar às ações de uma empresa a perderem valor, algumas diretamente relacionadas à gestão da empresa não podem ser influenciadas pelos credores sob pena de atuarem de forma simulada como acionistas, porém outras podem ser restringidas por meio de imposições contratualmente estabelecidas.

Sendo assim, cabe fazer algumas ressalvas antes de adentrarmos na discussão sobre as possíveis cláusulas *per se*. A primeira ressalva é de que o negócio jurídico de alienação fiduciária em garantia pode ser tanto constituído como obrigação acessória no próprio instrumento jurídico que rege a obrigação principal quanto em instrumento individual, mantendo a natureza acessória. De qualquer forma, as cláusulas que apresentamos a seguir poderão ser utilizadas em ambos contratos, pois tem pertinência direta com as ações prestadas em garantia.

A segunda ressalva diz respeito às ações objeto da alienação fiduciária que poderão ser ações detidas na própria companhia que é parte devedora da obrigação principal, como podem ser ações detidas pela devedora em outras companhias sob o seu controle ou não, desde de que sob a titularidade do devedor fiduciante. Ademais, as ações podem ter sido emitidas por companhias abertas ou fechadas, bem como podem ser ordinárias, preferenciais ou até de uma classe especial.⁵³ Logo, podem conferir ou não direito a voto ao seu titular.

A última ressalva que fazemos é acerca da possibilidade de existência de um acordo de acionistas que sujeite o titular das ações dadas em garantia a certas restrições quanto à sua livre disposição e exercício de direitos como o de voto, caso haja.

52 ADLER, B. E.;KAHAN, M. The Technology of Creditor Protection. *University of Pennsylvania Law Review*, Philadelphia, v. 161, n. 7, p. 1773-1814, jun. 2013. p. 1813.

53 Lei n. 6.404, 15 de dezembro de 1976. Artigo 15, *caput*. (Brasil, 1976).

Entendemos que há limitações para a nossa hipótese e que a eficácia de cláusulas contratuais para proteção do credor fiduciário, no presente contexto, dependerá dos direitos detidos pelos titulares das ações dadas em garantia. Nesse sentido, a natureza das ações, da companhia e, eventualmente a existência de um acordo de acionistas, impacta os direitos que o devedor fiduciante tem sobre as ações dadas em garantia e, conseqüentemente, os tipos de restrições que podem ser impostas pelo credor fiduciário.

Desta feita, certas cláusulas propostas abaixo somente terão eficácia em relação a ações de companhias sob o controle da devedora fiduciante, pois dependerão do exercício do poder de controle para se concretizarem. Não obstante, não se faz necessário que todas as ações que garantam o poder de controle ao devedor fiduciante tenham sido alienadas, basta que ele as tenha sob sua titularidade.

Na hipótese de ações de companhias abertas, o risco de perda e flutuação do valor é ainda mais intenso por conta da exposição à bolsa de valores e o controle do devedor fiduciante sobre a manutenção do valor das ações de sua propriedade é ainda menor.

6.1. Substituição ou complementação da garantia.

Um dos principais riscos em relação às ações dadas em garantia é a diminuição do seu valor de modo que deixem de corresponder ao montante da dívida que deveriam garantir. A lei já prevê o dever de o devedor fiduciante realizar a substituição da garantia ou a sua complementação em casos como esse, sob pena de a dívida ser considerada vencida. O Artigo 1.425, inciso I, do Código Civil (Brasil, 2002), aplicável à alienação fiduciária no âmbito do mercado financeiro e de capitais segundo Artigo 66-B, parágrafo 3º, da Lei do Mercado de Capitais, determina:

Art. 1.425. A dívida considera-se vencida:
I - se, deteriorando-se, ou depreciando-se o bem

dado em segurança, desfalcar a garantia, e o devedor, intimado, não a reforçar ou substituir;

Porém, a lei brasileira não estabelece parâmetros para definir o que seria considerado como deterioração ou depreciação do valor de ações. É comum e esperado que o valor de ações de uma companhia flutue, especialmente no caso de companhias de capital aberto que tem parte de seus títulos negociados em bolsas de valores, mas é importante que as partes definam um limite e para a oscilação do valor das ações dadas em garantia a partir de critérios objetivos. Por exemplo, pode ser estabelecido um valor exato para as ações à data da assinatura do contrato de alienação fiduciária e um percentual baixo, como 5% ou 10%, para variação negativa do valor das ações.

Na hipótese de as ações depreciarem para além do percentual contratado, o devedor poderá ser obrigado, dentro de um prazo certo, a substituir o bem dado em garantia ou complementar a garantia, incluindo mais ações ou outros bens no rol da alienação fiduciária. Caso contrário, pode-se definir no contrato que ocorrerá o vencimento antecipado da obrigação principal.

6.2. Dever de revelação.

Outra hipótese que pode ser prevista em relação à obrigação de substituição ou complementação da garantia é a cláusula que crie um dever de revelação para o devedor fiduciante.

Estudos empíricos de estudiosos do ramo da economia defendem o dever de revelação como um sistema eficaz na proteção do mercado de capitais contra a insolvência. John C Coffee apresenta esse argumento: “empirical data strongly suggests that the adoption of a mandatory disclosure system reduced price dispersion and thereby enhanced the allocative efficiency of our capital markets”.⁵⁴

54 COFFEE, J. C. Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. *Virginia Law Review*, Charlottesville, v. 70, n. 4, p. 717-753, May 1984. p. 751-752.

Também conhecida na doutrina estrangeira como *mandatory disclosure clause*, essa cláusula pode ser estipulada para prever a obrigação de o devedor fiduciante comunicar o credor fiduciário acerca da ocorrência de eventos significativamente adversos (*materially adverse events*) endógenos ou exógenos à empresa emissora das ações dadas em garantia, que comprometam a *valuation* da companhia e, consequentemente, reflitam em uma queda brusca no valor das ações dadas em garantia.

Exemplos de informações que podem ser solicitadas pelo credor são citados por Eilís Ferran e Look Chan Ho⁵⁵ como cópias dos balanços trimestrais (se houver), demonstrações financeiras anuais e notas explicativas, comunicados recebidos pelos acionistas da empresa emissora das ações e outras informações relevantes, desde que razoáveis para os fins pretendidos, ou seja, que permitam ao credor auferir minimamente o estado financeiro da empresa em questão.

Assim, caso o credor fiduciário verifique que há sério risco de impacto no valor das ações dadas em garantia, poderá solicitar a sua substituição ou complementação, nos termos explicitados no subcapítulo diretamente anterior.

6.3. Não alienação das ações objeto da garantia e não alienação do controle da companhia.

O atual ordenamento jurídico brasileiro não prevê nenhuma proibição quanto à alienação das ações dadas em garantia, portanto, com base no princípio da autonomia da vontade das partes caberia ao credor fiduciário e ao devedor fiduciante estabelecerem, ou não, regras contratuais para governar essa possível circunstância.

55 FERRAN, Eilís; HO, Look Chan. *Principles of Corporate Finance Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2014. p. 283.

Da perspectiva do credor, idealmente deveria haver uma cláusula proibindo ou estabelecendo restrições sobre a alienação pelo devedor fiduciante das ações dadas em garantia para terceiros. O credor deve fazer uma avaliação para verificar se seria interessante permitir a venda das ações e receber o valor que lhe é devido antecipadamente, desde que o preço da venda seja suficiente para cobrir o valor da dívida principal.

Nesse quesito, o credor deve avaliar se para ele não seria mais vantajoso simplesmente não autorizar a venda do bem dado em garantia e aguardar o vencimento da dívida principal para receber o valor que lhe é devido, considerando o valor dos juros a serem cobrados. Outra opção seria permitir a venda sob a condição de substituição da garantia por outra garantia mais valiosa ou que ofereça maior liquidez.

Na hipótese de o devedor fiduciante ser o acionista controlador da companhia emissora das ações objeto da garantia, pode ser imposto que não haja a alienação do seu controle. O racional subjacente à essa vedação reside no fato de que mediante a alienação do controle da companhia, o credor perde a possibilidade de exercer certos direitos criados por outras cláusulas contratuais das quais tratamos neste artigo, uma vez que sem o controle sobre a companhia, o devedor fiduciante não poderá evitar situações que impliquem na perda do valor da companhia, por exemplo não poderá evitar transformações societárias, aumento do grau do endividamento, venda de ativos, entre outros.

Muito se discorreu sobre a nulidade de cláusulas que criem direitos ao credor fiduciário que lhe permitam influir indevida e diretamente na gestão da empresa emissora das ações que tenha recebido em garantia de algum crédito seu. Ressaltamos que ambas possibilidades de cláusulas expostas neste subcapítulo não encontram óbice neste ponto.

6.4. Mudança do objeto social e transformação societária.

Em linha com o acima exposto, Modesto Carvalhosa entende que “apenas as matérias que possam modificar o estado patrimonial ou institucional da companhia [...]”⁵⁶ é que poderiam ser objeto de cláusulas nos contratos com credores fiduciários. O autor utiliza como exemplo a mudança do objeto social e atos de transformação societária, como fusão, cisão, incorporação e a dissolução.

A alteração do objeto social da empresa emissora das ações pode ser sujeita à concordância do credor, caso o devedor tenha controle sobre a companhia, visto que a mudança da atividade empresarial impacta a sua capacidade de ser lucrativa e, logo, tem relação direta com o valor da companhia e de suas ações.⁵⁷

Já a transformação da estrutura societária também deve ser restringida, pois a depender do ato de transformação pode ocasionar no aumento ou na diminuição do patrimônio da companhia. Um ato como a cisão ocasiona a separação do patrimônio da companhia, que é um dos fatores determinantes para a avaliação do valor das ações, enquanto a incorporação de outra companhia pode ser vista pelo mercado como um investimento positivo, mas pode causar a diluição da participação societária e até a perda do controle pelo devedor fiduciante, se houver.

A dissolução da companhia é o tipo de transformação que deve ser evitada, pois leva à cabo a existência das ações, portanto, as partes do contrato de alienação fiduciária em garantia devem decidir

56 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 482.

57 “Se o valor agregado for positivo, entende-se que a empresa produz riqueza. Empresas que transmitem ao mercado uma perspectiva contínua de resultados econômicos positivos são classificadas como empresas de valor, capazes de promover a maximização da riqueza de seus proprietários. Essa situação costuma refletir-se na valorização dos preços de mercado das ações da empresa” (ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation - Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. 4a edição. Barueri: Atlas, 2024. p. 1).

se essa hipótese será permitida, se levará à substituição da garantia ou se os frutos da apuração de haveres serão suficientes para quitar a dívida, caso seja de interesse do credor permitir a sua quitação antecipada.

6.5. Nível de endividamento futuro.

Um dos métodos de avaliação do valor de uma empresa segue a metodologia do valor contábil, incapaz sozinho de determinar o valor de mercado da empresa, mas que é utilizado como ponto de partida segundo José Odálio dos Santos.⁵⁸

De acordo com esse método, o valor da empresa corresponderia ao valor total do ativo da companhia subtraídos do valor total do passivo, o que inclui as dívidas. Outra metodologia, segundo o mesmo autor, é a do valor patrimonial de mercado, que ajusta o valor contábil considerando variáveis como a depreciação dos ativos, a sua amortização, inflação, taxa de juros, entre outros.⁵⁹

Esses são apenas dois exemplos de metodologias que podem ser utilizadas para o cálculo do valor de mercado de uma companhia e, conseqüentemente de suas ações, que levam em consideração o nível de endividamento da companhia.

Sendo assim, a manutenção da integridade do patrimônio da empresa emissora das ações é outro aspecto essencial para o credor fiduciário que as recebe em garantia. Por isso, o nível de endividamento da companhia deve ser limitado, bem como a tomada de novos empréstimos, visto que o valor das ações apenas permanecerá o mesmo caso a companhia permaneça solvente.

58 SANTOS, José Odálio dos. *Valuation: um guia prático*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

59 SANTOS, José Odálio dos. *Valuation: um guia prático*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 109.

Como solução, tem-se a inclusão de uma cláusula que previna o aumento significativo do nível de endividamento da companhia emissora das ações e garanta a manutenção do valor das mesmas, protegendo-na contra a insolvência. Nesse sentido, William Wilson Bratton confirma a importância desse tipo de cláusula: “debt covenants protect the lender from an increase in the number of claims on the equity cushion and the risk of insolvency”.⁶⁰

A título exemplificativo, pode-se estabelecer um critério objetivo no contrato de alienação fiduciária como um grau de alavancagem (*gearing ratio*) aceitável. Jennifer Payne e Louise Gullifer esclarecem que esse é um dos tipos de cláusula que permitem controlar o nível de endividamento de uma companhia: “these seek to ensure that there is sufficient value in the company generally to repay the borrowing”.⁶¹

Outra possibilidade é impedir contratualmente que a companhia contraia novos empréstimos ou emita títulos de dívida sem autorização expressa da credora fiduciária. Todavia, faz-se necessário observar que cláusulas que limitem o endividamento da empresa emissora das ações objeto de garantia apenas poderá ser impostas face ao devedor fiduciante que tenha o controle da referida companhia e possam provocar o cumprimento dessas cláusulas.

6.6. Negative Pledge Clause.

Negative pledge clause é o nome dado pela doutrina estrangeira a cláusulas que impõem restrições ao comportamento do devedor por meio de obrigações de não fazer relativas à posição de preferên-

60 BRATTON, W. W. Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process. *European Business Organisation Law Review*, v. 7, n. 1, p. 39-87, mar. 2006. p. 48.

61 GULLIFER, Louise; PAYNE, Jennifer. *Corporate Finance Law – Principles and Policy*. 3rd. ed. Oxford; New York: Hart, 2020. p. 205.

cia do credor no recebimento do seu crédito e da constituição de outras garantias sobre o mesmo bem. Para Ferran and Ho, o objetivo dessa cláusula “is to ensure that the priority position of the lender does not change whilst the loan is outstanding”.⁶²

Em relação ao contrato que vimos analisando, uma *negative pledge clause* pode ser contemplada para impedir que as ações objeto da garantia de uma dada obrigação perante um credor sejam também dadas em garantia de outras obrigações perante terceiros.

Essa preocupação se dá em razão do silêncio da lei e considerando o contexto de ações cujo valor seja superior ao valor de uma certa obrigação garantida. Nesse caso, busca-se evitar que o devedor opte por utilizá-las como garantia de duas ou mais obrigações, conforme o valor das ações comporte e seja compatível com aquele das obrigações garantidas.

Diante do inadimplemento de uma obrigação garantida pelas ações, o devedor poderia ser constituído na propriedade das ações e vendê-las. O valor deveria ser dividido com os demais credores, porém eles perderiam a garantia dos seus respectivos créditos e, ainda, os valores recebidos poderiam não ser suficientes para satisfação dos créditos.

6.7. *Disposal of or acquisition of assets.*

Os ativos de uma empresa são o que lhe proporcionam a sua capacidade de geração de riqueza e o mercado considera o potencial de retornos que a empresa pode trazer no futuro. Segundo Assaf Neto, “[...] o mercado considera em sua precificação o valor em continuidade da empresa, incorporando em seu cálculo projeções futuras

62 FERRAN, Eilís; HO, Look Chan. *Principles of Corporate Finance Law*. 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, 2014.p. 288.

de retorno e oportunidades de crescimento”.⁶³ Assim, a alienação ou a aquisição de ativos podem abalar o valor de mercado da empresa. William Wilson Bratton assevera que

piecemeal sales of assets hold out problems of asset withdrawal and risky investment policy. Any sale of producing assets raises questions respecting the adequacy of the sale price and the reinvestment of the proceeds.⁶⁴

Nesse sentido, entende Modesto Carvalhosa que “também podem ser submetidas ao consentimento as matérias referentes à venda ou oneração dos bens do patrimônio social especificados [...], bem como a aquisição de determinados bens [...]”.⁶⁵ Isso porque, de acordo com o autor, a preocupação reside em não colocar em risco a capacidade financeira da companhia de pagar os seus credores.

Diante de todo o exposto neste subcapítulo e nos subcapítulos anteriores, caberia a imposição de não aquisição ou alienação de ativos estratégicos ou de alto valor ao devedor fiduciante que tivesse o controle da companhia das ações que deram em garantia. Deve-se ter atenção aos ativos, pois são necessários para que a companhia mantenha-se em atividade, por exemplo: em uma indústria, o maquinário é um ativo essencial para a sua atividade empresarial e geração de riqueza. Conseqüentemente, sendo a companhia desvalorizada, poderia resultar na perda do valor das ações como garantia.

63 ASSAF NETO, Alexandre. *Valuation - Métricas de Valor e Avaliação de Empresas*. 4a edição. Barueri: Atlas, 2024. p. 146.

64 BRATTON, W. W. Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process. *European Business Organisation Law Review*, v. 7, n. 1, p. 39-87, mar. 2006. p. 51.

65 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume: artigos 75 a 137*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 482.

Conclusão.

O presente artigo foi estruturado partindo de uma perspectiva macro sobre a alienação fiduciária para que se pudesse construir um arcabouço argumentativo que demonstrasse a hipótese de que o regime jurídico aplicável à alienação fiduciária em garantia de ações seria incompleto, trazendo à tona a necessidade da proteção do credor fiduciário por meio de cláusulas contratuais. Além de comprovar essa hipótese, buscou-se também apresentar quais seriam essas cláusulas cuja inclusão no contrato poderia ser negociada ou até imposta pelo credor fiduciário.

Sobre o regime jurídico aplicável ao contrato de alienação fiduciária em garantia, Waldirio Bulgarelli afirmou “ao infeliz fiduciante (devedor) resta bem pouco, posto que nunca se viu tão grande aparato legal concedido em favor de alguém contra o devedor”.⁶⁶ *Data venia*, precisaremos discordar em parte, ao menos no que diz respeito à alienação fiduciária de ações.

O regime previsto em lei, ainda que favorável ao credor e recém aprimorado pelo Marco Legal das Garantias em relação à recuperação de crédito, é insuficiente para assegurar a eficácia plena da garantia oriunda da alienação fiduciária. Não obstante, não há que se confundir: não fazemos um voto a favor da legiferação, apenas se defende a necessidade precípua de que haja a preservação do valor da garantia real criada por meio do negócio jurídico da alienação fiduciária.

Assim, apresentamos por meio deste artigo uma série de alternativas que podem ser negociadas entre credor e devedor e introduzidas nos contratos de alienação fiduciária de ações em garantia a fim de garantir a manutenção da essência da garantia dada em relação à obrigação principal.

As cláusulas que sugerimos estão longe de serem exaustivas e podem ser adaptadas conforme o caso concreto. Essencialmente, de-

66 BULGARELLI, Waldirio. *Contratos Mercantis*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1987.p. 305.

fendemos a repetição ou a adaptação, quando cabível, dos *covenants* ordinariamente previstos em relação à obrigação principal para o contexto da obrigação acessória que é a garantia real.

No que tange às sanções contratuais, esclarecemos as possibilidades de imposição da substituição ou complementação da garantia e a previsão da ocorrência do vencimento antecipado da dívida principal em caso de infrações contratuais mais graves. Existem outras possibilidades como a clássica previsão de perdas e danos⁶⁷, porém devem-se atentar as partes quanto à vontade mútua de manter o negócio originalmente pactuado, se houver, e refletir sobre qual sanção teria a força de melhor minimizar as consequências adversas para o credor causadas pelo inadimplemento do devedor, considerando a nossa perspectiva de conferir proteção ao credor fiduciário.

Ainda, por mais que o objetivo do presente ensaio seja de conferir meios de proteção contratuais para o credor fiduciário, há que se ressaltar que um regime contratual que confira maior segurança jurídica ao credor pode resultar em um benefício para o devedor fiduciante, qual seja o barateamento do acesso ao crédito.

Desta feita, cremos que o propósito deste artigo foi atingido trazendo uma combinação de um viés doutrinário combinado com um olhar prático para o contrato de alienação fiduciária em garantia cujo objeto sejam ações. Espera-se inclusive que tenha utilidade ao profissional do direito que atue pelo credor fiduciário a fim de proteger os interesses do seu cliente.

67 “To address the inadequacy of damages, loan agreements often include additional provisions—so-called covenants—that are designed either to deter the debtor from taking actions that increase the risk of default or to provide an early warning signal to creditors of an incipient insolvency so that they may seek repayment while the company is still (if only barely) solvent. [...] Violation of these covenants generally triggers a right of creditors to accelerate, that is, to seek immediate repayment of the amount owed to them” (ADLER, B. E.;KAHAN, M. The Technology of Creditor Protection. *University of Pennsylvania Law Review*, Philadelphia, v. 161, n. 7, p. 1773-1814, jun. 2013. p. 1780).