

**Inspere
LL.M. Direito dos Contratos**

Luana Raissa dos Santos Damasceno

Garantias contratuais: aspectos obrigacionais e creditícios nas emissões de debêntures no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

São Paulo

2021

Luana Raissa dos Santos Damasceno

Garantias contratuais: aspectos obrigacionais e creditícios nas emissões de debêntures no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Artigo apresentado ao programa de LL.M Direito dos Contratos como requisito parcial para a obtenção do título de pós-graduada em Direito dos Contratos.

Orientador: Prof. Rodrigo Fernandes Rebouças

São Paulo

2021

Resumo

Este trabalho objetiva o estudo das garantias contratuais e o estabelecimento de relações entre seus aspectos jurídicos, no âmbito do direito das obrigações, e seus aspectos creditícios, que guardam relação intrínseca com o conceito de risco. A partir desse ponto de vista, será desenvolvida uma breve aplicação às emissões de debêntures no âmbito do mercado de capitais brasileiro, visando ilustrar alguns aspectos práticos das garantias.

Palavras-chave: Garantias contratuais. Debêntures. Crédito. Direito das garantias. Contratos. Garantia das obrigações.

Abstract

This work intends to study the topic of contractual guarantees, establishing connections between their legal aspects - within the scope of the law of obligations - and their credit aspects, which is intrinsically related to the concept of risk. From that starting point, a brief practical case regarding debentures issuance in brazilian market will be presented to highlight some practical aspects of the guarantees in that context.

Key-words: Contractual guarantees. Debentures. Secured debt. Contract law. Secured bonds.

Sumário

INTRODUÇÃO	6
CAPÍTULO 1: O ENIGMA DAS GARANTIAS: CONTEXTUALIZAÇÃO E DELIMITAÇÃO DO TEMA	
1.1. Garantia e Crédito.....	11
1.2. Garantia nas finanças corporativas.....	14
CAPÍTULO 2: GARANTIAS ESPECIAIS EM EMISSÕES DE DEBÊNTURES	
2.1. Aspectos jurídicos de uma emissão de debêntures.....	17
2.2. Garantias em espécie.....	21
2.2.1. Garantias pessoais	21
2.2.2. Garantias Reais.....	23
2.2.3. Garantias atípicas.....	27
a) Cláusula <i>negative pledge</i>	29
b) Cláusula <i>cross-default</i>	30
c) Cláusula <i>pari-passu</i>	32
CONCLUSÃO.....	33
REFERÊNCIAS.....	35

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como escopo o estudo amplo do tema das garantias, abordando seus principais aspectos jurídicos e econômicos, principalmente com relação aos aspectos obrigacionais e creditícios, buscando ao final fazer um breve panorama das principais garantias contratuais outorgadas no âmbito das emissões de debêntures no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

As garantias são elementos indispensáveis para a viabilidade da grande maioria dos negócios jurídicos e guardam relação decisiva com o acesso ao crédito. Elas estão presentes em operações creditícias das mais variadas, desde o mercado de crédito bancário até o mercado de capitais, o qual exploraremos mais detalhadamente nas seções adiante, quando passarmos ao estudo das garantias utilizadas nas emissões de debêntures.

Segundo estudo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), realizado em 2019¹, o Brasil apresenta um dos maiores mercados emergentes de dívida privada, com grande potencial de crescimento (em que pese uma boa parte das empresas nacionais ainda dependerem largamente do crédito bancário para financiar suas atividades). Assim, as emissões de valores mobiliários, com destaque para as debêntures, realizadas no mercado de capitais vêm respondendo uma demanda crescente por crédito, que não pode ser atendida exclusivamente pelo crédito bancário.

Nesse sentido, o Mercado de Capitais desempenha um papel relevante para as empresas, vez que é um meio robusto de captação do crédito necessário para manter a produção e circulação de bens e serviços no (crescente) volume demandado pela economia presentemente.

De todos os instrumentos de dívida corporativa existentes, as debêntures são os mais expressivos, tanto em termos de volume de emissão, quanto em termos de diversidade. Esse instrumento de captação se mostra vantajoso no processo de

¹O mercado de dívida corporativa no Brasil. Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. CVM, 2019. p 4 – 5. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexo_s/estudo_cvm_mercado_de_divida_corporativa_no_Brasil.pdf. Acesso em: 23 outubro. 2021.

capitalização das companhias por vários motivos. Primeiramente, porque oferece uma grande flexibilidade no que concerne às garantias, prazos e características, e além disso, não demanda alterações na estrutura societária da companhia, como as emissões de ações, por exemplo.

Devemos ressaltar ainda, a importância do tratamento que foi conferido pelo legislador à regulação do tema, nos dispositivos da lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976² (Lei das S.A.) e da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976³ (Lei do Mercado de Capitais) que disciplinou o Mercado de Capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia responsável por fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro.

Com efeito, os números expressivos de emissões desses valores mobiliários pelas companhias reforçam a centralidade da figura do crédito para as relações empresariais. Como reforça Oscar Barreto Filho, “a obrigação é o crédito considerado sob o ponto de vista jurídico bem como o crédito é a obrigação sob o ponto-de-vista econômico”⁴. Ou seja, sob a ótica jurídica, se o estudo do crédito está contido na teoria geral das obrigações, ou pelo menos, se comunica fortemente com esta, a garantia é o núcleo duro dessa conexão.

Portanto, o estudo do tema das garantias, aplicado ao mercado de capitais, é extremamente valioso para a experiência prática do profissional que advoga nesse campo. Isso porque o constante incremento de complexidade das operações financeiras performadas nesse segmento é tal que o torna um ambiente fértil para o surgimento de novas modalidades de garantias, desenvolvidas sem o manto de qualquer disciplina legal, largamente inspiradas nas estruturas jurídicas oriundas da

² BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União de 17 de dezembro de 1976 (suplemento). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 7 novembro. 2021.

³ BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União de 9 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 7 novembro. 2021.

⁴ FILHO. Oscar Barreto. O crédito no Direito. Doutrinas Essenciais Obrigações e Contratos. vol. 2. p. 305. DTR/2012/2013. 2011.

*common law*⁵ de mercados de capitais mais desenvolvidos como o dos Estados Unidos, por exemplo.

No contexto brasileiro, recentemente o tema voltou à tona, após o anúncio da criação de um grupo de trabalho para se dedicar ao estudo das normas gerais e regime geral de garantias reais no direito brasileiro, regime de garantias reais mobiliárias e imobiliárias, bem como hipóteses de simplificação do regime de garantias reais⁶. O tema ganhou repercussão não somente no meio jurídico dedicado ao tema, mas também entre o segmento financeiro⁷, justamente pelo potencial benefício ao mercado creditício nacional.

No cenário internacional, também não é novidade a existência de iniciativas de uniformização do direito das garantias e estudos de seus efeitos no mercado de crédito. Nesse sentido, é salutar o trabalho que vem sendo desenvolvido pela Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional (UNCITRAL).

Iniciativas como a produção de um Guia Legislativo sobre Operações Garantidas (Garantias Mobiliárias), iniciado em 2007, com o propósito de ser um instrumento de harmonização entre as práticas adotadas pelos países membros, incluindo recomendações aos legisladores sobre as possíveis soluções para os problemas encontrados nos sistemas locais, entre outras, revela a preocupação com o impacto desse tema no crédito e, conseqüentemente, no crescimento dos negócios e na economia de forma geral⁸.

⁵ “A *common law* corresponde a um sistema de princípios e de costumes observados desde os tempos imemoriais e aceitos, tacitamente, ou expressamente, pelo poder legislativo, revestindo ora caráter geral, quando vigoram em todas as jurisdições, ora em caráter especial, quando imperam em certas regiões, tão somente. Sua prova resulta da jurisprudência, pois, ao julgarem os casos concretos, os juízes declaram o direito comum, que lhes é aplicável.” Conforme RÃO, Vicente. O Direito e a Vida dos Direitos. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 145.

⁶ MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Portaria SEPEC/ME nº 826, de 19 de janeiro de 2021. Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-sepec/me-n-826-de-19-de-janeiro-de-2021-300177104>. acesso em: 17 agosto 2021.

⁷GRANER, Fábio. Sistema de garantias de crédito será reformulado. Valor Econômico, 09 agosto 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/09/sistema-de-garantias-de-credito-sera-reformulado.ghtml>. Acesso em: 10 agosto 2021.

⁸ Encontro CNF: Os instrumentos internacionais e o regime das garantias do crédito - Perspectivas e propostas para um melhor ambiente de negócios no Brasil. Confederação Nacional das Instituições Financeiras. 2017. Disponível em: <https://cnf.org.br/encontro-cnf-os-instrumentos-internacionais-e-o-regime-das-garantias-do-credito/>. Acesso em 02 de dezembro de 2021.

Como elementos norteadores dessa uniformização, diversos países têm buscado adotar sistemas de garantias mais simplificados e modernos, não somente no que diz respeito às suas propostas legislativas, mas também em seus sistemas de registro, sem os quais boa parte desses esforços se esvazia.

Além disso, importante ressaltar que essas iniciativas precisam ser coordenadas e estar em compasso com outros aspectos legislativos, como por exemplo, a legislação comercial e de insolvência, para que sejam efetivas para os propósitos do mercado de crédito.

A pandemia da COVID-19 e a crise econômica mundial, causada, principalmente, pelas medidas de isolamento necessárias para diminuir a disseminação do vírus, consolidaram uma mudança de paradigma que já vinha se pronunciando há algum tempo. Falamos aqui da quarta revolução industrial⁹, notadamente marcada pela preponderância dos serviços em relação aos bens, que tem se revelado um fenômeno sem precedentes na história do desenvolvimento econômico.

Nesse contexto, vemos a necessidade de incorporar novas perspectivas ao Direito, assim como às outras ciências, as quais não serão mais capazes de fornecer, se consideradas apenas em si mesmas, as respostas adequadas para as complexas questões que se manifestam na contemporaneidade. Um exemplo desse movimento é a Análise Econômica do Direito (AED), um movimento teórico iniciado no fim do século XIX, porém que ganhou corpo e se consolidou como uma escola doutrinária apenas mais recentemente, nos idos de 1960, tendo como marco, por assim dizer, a publicação do artigo "*Problem of social cost*" de Ronald Coase. Em linhas gerais, a AED se propõe empregar conceitos da Economia na análise do fenômeno jurídico.

É nesse tom que buscamos olhar para o tema das garantias. Com a emergência de uma complexidade cada vez maior nas transações econômicas, é razoável que as garantias sejam cada vez mais utilizadas, tanto em suas espécies mais tradicionais

⁹ SCHWAB, Klaus. A quarta revolução industrial. Tradução de Daniel Moreira Miranda. São Paulo: Edipro, 2018.

(reais e pessoais), quanto na forma de espécies atípicas¹⁰ como é o caso das cláusulas de garantia e segurança, por exemplo.

Nesse sentido, e retomando a mencionada emergência da quarta revolução industrial, podemos observar como as mudanças na economia, e no ambiente de negócios, demandam novas figuras de garantias à medida em que surgem inovações nos arranjos obrigacionais moldados pelos negócios jurídicos.

A esse respeito, podemos citar a crise do modelo tradicional de garantias vigente na Europa no período da primeira revolução industrial, a qual ocorre, em grande medida, porque tais garantias se apresentavam frequentemente sob a forma de penhor tradicional, o que imobilizava os bens necessários ao funcionamento da empresa (como equipamentos e máquinas), fazendo emergir então, um modelo de garantias não possessórias¹¹.

Dessa forma, espera-se que, como tendência, o sistema de garantias sofra novas transformações para atender às demandas da economia, evidenciando a urgência de uma análise mais aprofundada do instituto, não apenas do ponto de vista obrigacional, mas, principalmente do ponto de vista do crédito.

CAPÍTULO 1: O ENIGMA DAS GARANTIAS – CONTEXTUALIZAÇÃO E DELIMITAÇÃO DO TEMA

Nesse capítulo inicial será apresentada a importância e atualidade do tema das garantias tanto para o Direito quanto para as relações comerciais e desenvolvimento econômico.

Inicialmente, cumpre-nos ressaltar que a matéria das garantias ainda é um tema muito pouco explorado pela doutrina. O que nos parece um contrassenso, se confrontado com a grande relevância que o assunto ganha no mundo prático,

¹⁰ Aqui estamos utilizando a sistematização proposta por Luis Manuel Teles de Menezes Leitão em LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 16. Importante frisar, no entanto, que se trata de classificação elaborada no contexto do sistema jurídico português, a qual não pretendemos meramente transpor para o presente trabalho sem as devidas ressalvas.

¹¹ Conforme: LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 26.

especialmente na atuação do advogado contratualista. Assim, a matéria se encontra regulada de forma esparsa na legislação pátria e é frequentemente tratada de modo *an passant* pela doutrina, no contexto da teoria geral das obrigações.

Com efeito, não encontramos o conceito de garantia em nenhum texto legislativo¹². Esse tratamento mais esparsa e muito pouco sistemático do tema pela legislação, talvez explique a patente escassez com que o tema é tratado pela doutrina.

À exceção de alguns esforços isolados¹³, não há no direito brasileiro uma proposta robusta de sistematização da matéria. De modo que, para uma análise mais aprofundada do tema, precisamos recorrer massivamente ao direito comparado.

A esse respeito, conforme Fábio Rocha Pinto e Silva,

a legislação brasileira apresenta sérios problemas para a utilização das garantias, incluindo a total ausência de uma sistematização, normas dispersas, incoerentes e desatualizadas. No entanto, enquanto outros países que identificaram problemas semelhantes têm feito grandes esforços para compreendê-los e solucioná-los, tais discussões permanecem ignoradas no Brasil, onde nunca se ouviu falar de um Direito das Garantias.

Apesar disso, o presente estudo não tem, obviamente, a intenção de propor um ensaio de sistematização do assunto. Ao invés, buscaremos discorrer sobre o tema utilizando um recorte mais instrumental e prático, cuja delimitação ficará mais evidente nas próximas seções.

1.1. Garantia e Crédito

É seguro dizer que a existência do crédito é fator determinante para a economia. De fato, é muito provável que o grau de desenvolvimento econômico e social que alcançamos até o momento não teria sido possível se as trocas entre os agentes econômicos¹⁴ ocorressem exclusivamente entre valores presentes. Nesses

¹² Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 14. Tal fato vem sendo atribuído à ideia de que a garantia não se configura como um conceito técnico-jurídico, mas sim uma expressão prática que visa o fim específico de assegurar o cumprimento das obrigações. Justamente por esse motivo é que a legislação trata de algumas formas específicas de obtenção desse resultado e não de uma categoria em si.

¹³ SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma*. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 793.

¹⁴ “Convencionalmente, a Ciência Econômica é dividida em duas grandes áreas: Microeconomia e Macroeconomia. A microeconomia lida com a análise do comportamento de agentes econômicos individuais, categoria em que estão incluídos, por exemplo, consumidores, trabalhadores, investidores, firmas etc. Assim, procura explicar os fatores determinantes do preço e da quantidade produzida e

termos, utilizando a definição do professor Fábio Ulhoa Coelho, temos que o crédito é a troca de algo presente pela promessa de uma prestação futura¹⁵. Ou seja, aquele que concede o crédito, troca um bem presente pela promessa de um pagamento futuro, enquanto aquele que toma o crédito está, na verdade, antecipando um valor que, sem o crédito, somente poderia ser aproveitado em um tempo futuro, mediante a promessa do pagamento.

No contexto empresarial, o crédito possui importância ainda mais evidente, na medida em que tem o condão de antecipar e aumentar o volume da produção e circulação de bens e serviços, uma vez que esta produção não mais depende exclusivamente do capital obtido com as trocas efetuadas no tempo presente. O empresário pode tomar um empréstimo junto a uma instituição financeira e produzir desde já a quantidade de bens que somente produziria após algum tempo acumulando as receitas oriundas da venda de seus produtos.

Para que estas relações se operem é necessário remunerar o crédito. Ou seja, na data de vencimento, o tomador paga, além do valor efetivamente emprestado, os juros correspondentes.

Naturalmente, toda essa estrutura de trocas está necessariamente associada ao risco de crédito, que é, basicamente, a possibilidade de o tomador não cumprir com a sua parte na obrigação, qual seja, realizar, na data de vencimento, o pagamento do valor tomado (principal) acrescido da remuneração (juros). Notamos, com isso, que o risco de crédito decorre do descompasso temporal entre o cumprimento das obrigações das partes, ou seja, a parte que concede o crédito cumpre com sua obrigação no momento da avença, enquanto a parte tomadora somente irá fazê-lo momento do vencimento.

demandada de cada um dos inúmeros produtos e serviços existentes em uma economia. Se quisermos, por exemplo, saber quais fatores influenciam as consumidoras de cosméticos ou os produtores de açúcar, devemos recorrer a modelos de análise microeconômica. Por outro lado, se o foco de análise for mais geral – ou seja, sobre o funcionamento da economia como um todo, e não de mercados individuais –, de- veremos recorrer aos modelos de análise macroeconômica. Nesta categoria se encontram os estudos sobre o comportamento da inflação, da taxa de câmbio, da taxa de juros, do desemprego e do crescimento econômico de um país.” Conforme, GREMAUD. Amaury Patrick et al. Introdução à Economia. São Paulo, 2007. p.12.

¹⁵ Conforme COELHO, Ulhoa Fábio. Títulos de crédito uma nova abordagem. Thomson Reuters. São Paulo 2021. p. 31.

Mackaay e Rousseu¹⁶ trataram do risco de crédito como um fenômeno que pode ser explicado através da economia por trás dos eventos incertos e do seguro como modo de lhes fazer frente. Sob a ótica desses autores, as garantias atuam como agente de controle do risco moral¹⁷, ou seja, sua presença atua no sentido de reforçar o cumprimento contratual, apesar do fato de que, ao credor, não interessa a garantia em si, mas sim o efeito que sua presença imbuí no devedor, que buscará sempre cumprir a obrigação ao invés de perdê-la.

A essa altura, convém ressaltar que nossa análise do tema das garantias buscará partir do relacionamento entre esse instituto e o conceito econômico de risco para depois entender como os institutos e categorias jurídicas se acomodam nesse quadro.

Como ensina Fábio Rocha Pinto e Silva¹⁸

A economia das garantias permite modificar a alocação e a exposição de um contratante ao risco, de modo que a responsabilidade é um mecanismo a prover segurança. Um contratante pode expandir a garantia, transformando uma obrigação normalmente de meio em obrigação de resultado; assumindo o risco relativo ao caso fortuito ou à força maior; ou conferindo ao adquirente de um bem ou serviço um período de garantia adicional para a sua fruição pacífica. Há incremento de responsabilidade mediante a assunção ou alocação de riscos. Desse modo, em uma alocação normal de riscos contratuais, o devedor prometeria ao credor uma garantia tão completa quanto as vantagens retiradas do contrato forem mais expressivas, em face dele devedor do que o risco de vir a descumprir o resultado.

Assim, para essa análise, usaremos sempre como plano de fundo o ambiente de negócios empresariais, ou seja, as empresas como os principais agentes econômicos. Decorre deste fato, portanto, nossa escolha pelo enfoque no risco de crédito, que é o principal risco existente quando se trata das obrigações pecuniárias contraídas pelas empresas em operações de dívida, como é o caso das debêntures, por exemplo, assunto que trataremos mais detalhadamente nas seções adiante.

¹⁶ Conforme: MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. Análise econômica do direito. Tradução Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2020. p.176.

¹⁷ Conforme: MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. Análise econômica do direito. Tradução Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2020. p. 138.

¹⁸ Conforme: SILVA, Fábio Rocha Pinto e. Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 62.

1.2. Garantia nas finanças corporativas

Conforme vimos na seção acima, em geral, a presença de garantias na concessão do crédito tem o efeito prático de reduzir o risco para o credor. Como consequência, por sua vez, o crédito garantido tem seu custo diminuído. No entanto, essa afirmação precisa ser analisada com alguma cautela quando estamos falando das garantias à luz da administração financeira. É o que vamos discutir nesta seção, utilizando para tanto, alguns conceitos emprestados desse campo teórico.

Na definição de Assaf Neto¹⁹:

A administração financeira é um campo de estudo teórico e prático que objetiva, essencialmente, assegurar um melhor e mais eficiente processo empresarial de captação e alocação de recursos de capital. Nesse contexto, a administração financeira envolve-se tanto com a problemática da escassez de recursos quanto com a realidade operacional e prática da gestão financeira das empresas, assumindo uma definição de maior amplitude.

No contexto de um ambiente de negócios cada vez mais complexo, o estudo dos processos de captação e alocação de recursos se torna um campo teórico estratégico para as empresas. Como já vimos nas seções acima, cada vez mais o volume de recursos necessários para dar tração às necessidades produtivas das empresas nem sempre ocorre *pari passu* ao volume de recursos disponibilizados pelos credores nem nas mesmas condições (taxa de juros, prazo etc.) impostas por estes.

Por esse motivo, as empresas precisam estabelecer estratégias dentro de sua estrutura organizacional para desenvolver as melhores soluções no que se refere à escolha mais assertiva de suas fontes de financiamento, para isso, combinando i) necessidades internas conforme suas estratégias de crescimento e necessidades operacionais (de curto e longo prazo); ii) preocupações com o ambiente externo, riscos de mercado, político, regulatório, etc. com o objetivo último de maximizar o valor das ações, ou, num sentido mais amplo, de maximizar a riqueza de seus acionistas²⁰.

¹⁹ Conforme: NETO, Alexandre Assaf. Finanças Corporativas e Valor. 8ª edição: Atlas, 2020, p. 7.

²⁰ Aqui é importante abrirmos um parêntese para tratar, ainda que *an passant*, sobre as discussões mais recentes acerca da governança corporativa. Segundo André Camargo e Alexei Bonamin, estamos vivenciando a quinta fase da governança corporativa. Nesse contexto, o paradigma que se destaca revela uma preocupação crescente de aliar bons retornos financeiros com a geração de um valor socioambiental relevante, impacto positivo, além de uma clara redução dos riscos empresariais, jurídicos e reputacionais. Ou seja, nota-se o questionamento do papel da empresa na sociedade e, conseqüentemente, o próprio conceito de que a criação de valor da empresa está atrelada

Essas estratégias muitas vezes passam por acionar diversos credores através de operações financeiras com variadas estruturas jurídicas, que incluem um vasto mix de garantias outorgadas através de um feixe complexo de contratos.

Para melhor entender onde estão situadas as garantias no contexto da estratégia de captação e alocação de recursos das companhias, vamos utilizar o conceito de estrutura de capital, desenvolvido pela administração financeira.

Na definição de Assaf Neto²¹:

a estrutura de capital de uma empresa refere-se à composição de suas fontes de financiamento a longo prazo, oriundas de capitais de terceiros (exigível) e de capitais próprios (patrimônio líquido). (...) Em verdade, o critério de financiamento do ativo total da empresa é o sugerido pela abordagem do equilíbrio financeiro, na qual recursos de longo prazo financiam necessidades também de longo prazo, e fontes de curto prazo lastreiam aplicações de mesma maturidade

Ou seja, para alcançar o seu objetivo último de maximizar o patrimônio de seus acionistas, uma empresa poderá fazer uma composição de fontes de financiamento que privilegie ou maior endividamento ou maior participação de capital próprio.

A importância desse conceito está no fato de que a modulação da estrutura de capital para alcançar este objetivo consiste precisamente numa decisão de risco-retorno, uma vez que a empresa precisa levar em consideração aspectos como a variação no custo que cada fonte de financiamento representa para a companhia, por exemplo.

É nesse contexto que entram as garantias. Como já vimos acima, uma das funções da garantia é justamente atuar na redução do risco de crédito em uma operação de dívida. Esse fato, em geral levaria os advogados desavisados a crer, portanto, que uma dívida garantida é sempre melhor do que uma dívida quirografária. No entanto, isso pode ser verdade apenas parcialmente.

exclusivamente à criação de valor para os acionistas. “É importante acrescentar que as políticas sociais e ambientais adotadas como respostas às várias demandas dos stakeholders somente se justificam se trouxerem alguma contribuição positiva no valor de mercado da empresa. Qualquer política adotada pela empresa somente tem sentido se agregar valor econômico para seus acionistas, aqueles que assumem a maior parcela do risco do investimento. É o conceito capitalista de se remunerar o capital de risco, atraindo investidores que assumem todos os riscos e incertezas do negócio e que gerarão, em consequência, benefícios a toda a sociedade e stakeholders. O objetivo da empresa é maximizar a riqueza de seus acionistas, e não de todos os seus stakeholders.” Camargo, André. BONANIN, Alexei. ESG: A nova fase da governança corporativa. Valor Econômico, 21 setembro 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2020/09/21/esg-a-nova-fase-da-governanca-corporativa.ghtml>. Acesso em: 15 agosto 2021.

²¹ Conforme: NETO, Alexandre Assaf. Finanças Corporativas e Valor. 8ª edição: Atlas, 2020, p. 46.

Isso porque, geralmente, o custo de capital, ou seja, o preço pago por uma companhia pelo dinheiro captado em uma operação de crédito varia conforme a presença, ou não de garantias na dívida, assim como conforme o tipo de garantia oferecida (pessoal, real, etc.).

A esse respeito, portanto, Alan Schwartz²² afirma que um credor que disponha de garantias assegurando seu crédito é capaz de oferecer menores taxas (o que, em geral, representa um menor custo de capital) já que tem seu risco reduzido na operação, porém, os credores que não possuem garantias tendem a aumentar as suas taxas devido ao fato de que as garantias prestadas em outras dívidas, tendem a diminuir a disponibilidade de ativos arrecadáveis em caso de inadimplemento do devedor nas operações nas quais é parte, aumentando o seu risco. Importante destacar que, para Schwartz, o aumento da taxa pelo credor não garantido, decorre não da ausência de garantias na sua dívida, mas sim da presença de garantias, ofertadas pelo mesmo devedor, porém nas dívidas com outros credores do mercado.

Como consequência, a economia no custo de capital eventualmente obtida com a prestação de garantias em uma dívida com determinado credor é consumida pelo proporcional aumento de custo com o outro, não havendo ganho líquido que justifique a decisão de tomar uma dívida garantida em detrimento de uma dívida quirografária, a princípio.

Assim como Schwartz, outros autores vêm estudando o fenômeno das garantias no contexto empresarial e sua relação com o mercado de crédito, buscando entender, primeiramente, o que determina a escolha pelas companhias, da emissão de dívidas garantidas em detrimento de dívidas quirografárias.

Como vimos acima, a tese de que a prestação de garantias pelo devedor cause a redução do risco de inadimplência do credor, e por consequência, uma redução do custo de capital não parece ser uma resposta definitiva, tendo em vista que não há ganho líquido na estrutura de capital.

É nessa esteira que Robert Scott²³ desenvolve a sua “teoria relacional do financiamento garantido” para tentar explicar a existência do padrão de emissão de

²² Conforme: SCHWARTZ, Alan. The continuing puzzle of secured debt em Vand. L. rev. 37. 1984.pp. 1051-1069.

²³ Conforme: SCOTT, Robert E. A Relational Theory of Secured Financing. Columbia Law Review, v. 86, n. 5, p. 922-923, 1986. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1122546>. Acesso em: 10 agosto 2021.

dívidas garantidas. Segundo essa teoria, o oferecimento de garantias especiais serve para sinalizar ao mercado a qualidade do crédito do devedor, além de ter a função de reduzir os custos de monitoramento.

Em alguns tipos de transação, as garantias têm a função de atuar como um mecanismo contratual único de controle do conflito de interesses credor-devedor, que de outra maneira poderiam criar entraves às perspectivas de negócios.

A constrição patrimonial causada ao devedor em decorrência da outorga da garantia permite ao credor uma influência no processo decisório deste, o qual, conforme mencionamos acima, é baseado no binômio risco-retorno. Ou seja, a ausência de um sistema de garantias dificulta a alavancagem pelo devedor, o que, dependendo do contexto, pode causar a desistência por este em perseguir o projeto

As considerações acima são de extrema importância para o direito das garantias, uma vez que é necessário e urgente entendimento do papel deste instituto para as finanças corporativas e suas consequências na regulamentação das garantias.

CAPÍTULO 2: GARANTIAS ESPECIAIS EM EMISSÕES DE DEBÊNTURES

2.1. Aspectos jurídicos de uma emissão de debêntures

Segundo Nelson Eizirik²⁴, uma debênture constitui um título que confere ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições devem ser objeto de precisa estipulação na escritura de emissão. A principal finalidade econômica de uma debênture é servir de instrumento de captação de recursos no mercado de capitais para financiamento das atividades da companhia emissora, sendo sua natureza jurídica, portanto, de um título de crédito, mas também de um mútuo com características próprias, como nos ensina Romeu Garcia do Amaral²⁵:

Para a teoria do mútuo, os debenturistas são credores da sociedade e o título incorpora apenas um direito de crédito, diferentemente da ação, que confere

²⁴ Conforme: EIZIRIK, Nelson. Emissão de Debêntures. Revista dos Tribunais, v 721/1995, p. 52-61, nov. 1995.

²⁵ Conforme: AMARAL, José Romeu Garcia. Regime jurídico das debêntures. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 52.

a qualidade de sócio, com outros direitos inerentes ao *status socii*. O obrigacionista realiza um empréstimo à sociedade no ato da subscrição do título, surgindo o direito de crédito representado no instrumento de dívida, com direito ao recebimento da prestação periódica que remunera o capital e a restituição deste com base no valor nominal inscrito no título. Portanto, as primeiras definições enxergavam na debênture uma relação bilateral decorrente de um contrato de mútuo, talvez por influência da teoria contratualista. Com o advento dos estudos a respeito da teoria geral dos títulos de crédito, bem como em razão do disposto no art. 52 da LSA, que imputou ao titular das debêntures um direito de crédito em face da companhia, a doutrina passou a conceituar as debêntures também como um título de crédito.

Ou seja, quando adquire debêntures, o titular deste ativo, que também chamaremos ao longo deste trabalho de investidor, se torna credor, ao passo em que a companhia emissora, se torna devedora. Trata-se, portanto, de um título de dívida (de longo prazo, geralmente), no qual a companhia supre sua necessidade de capital através do recurso investido pelo titular da debênture, e esta, em troca, retorna a este, o pagamento de juros (remuneração) atrelados ao pagamento do valor principal devido. As taxas, prazos e demais condições dessa operação são detalhadamente descritos no instrumento denominado escritura de emissão.

As debêntures se encontram disciplinadas na Lei das S.A., em seu capítulo V, dos artigos 52 a 74 e configuram valores mobiliários, sujeitos, portanto, à Lei 6.385/76 e à regulação da CVM. No âmbito da autorregulação, o mercado de debêntures e seus participantes se encontram autorregulados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Juntamente com a legislação aplicável, as normas e códigos de conduta emitidos pela CVM e ANBIMA, determinam as informações essenciais e as boas práticas a serem observadas pelos participantes na elaboração da escritura de emissão e durante todo o processo de emissão e distribuição desses valores mobiliários no mercado de capitais.

As debêntures podem ser classificadas utilizando critérios variados que podem levar em conta aspectos jurídicos, financeiros ou de risco de crédito. Para nossa análise, vamos utilizar a classificação das debêntures em espécies que utiliza como critério o regime das garantias ofertadas.

Nesse sentido, nota-se que o legislador entendeu ser importante, não apenas informar o investidor sobre as garantias existentes (ou sua ausência, no caso das quirografárias), mas efetivamente classificar esses títulos de acordo com o tipo de garantia que oferecem.

Com relação a esse ponto, convém destacar a existência de certo desconforto por parte da doutrina sobre o uso da terminologia “espécies” trazida pela Lei das sociedades por ações (Lei das S.A.)²⁶. Isso porque, a nomenclatura da Seção II, do Capítulo V, da referida legislação, empregou-a para se referir apenas às modalidades de garantia, deixando de fora outras formas de classificação como por exemplo a conversibilidade, ou não, em ações²⁷.

Conforme a Lei das S.A.:

Art. 58. A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia fluante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia.

§ 1º A garantia fluante assegura à debênture privilégio geral sobre o ativo da companhia, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo.

§ 2º As garantias poderão ser constituídas cumulativamente.

§ 3º As debêntures com garantia fluante de nova emissão são preferidas pelas de emissão ou emissões anteriores, e a prioridade se estabelece pela data da inscrição da escritura de emissão; mas dentro da mesma emissão, as séries concorrem em igualdade.

§ 4º A debênture que não gozar de garantia poderá conter cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia.

§ 5º A obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade, assumida pela companhia na escritura de emissão, é oponível a terceiros, desde que averbada no competente registro.

§ 6º As debêntures emitidas por companhia integrante de grupo de sociedades (artigo 265) poderão ter garantia fluante do ativo de 2 (duas) ou mais sociedades do grupo.

²⁶ Conforme: BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 jul. 2021.

²⁷ Por exemplo, José Romeu Amaral, entende que, em relação às espécies, as debêntures podem ser classificadas da seguinte forma: simples (ou quirografárias), perpétuas, conversíveis em ações, com privilégio geral ou subordinadas (ou subquirografárias). Adicionalmente, em matéria de garantias, as debêntures podem ser emitidas com as seguintes garantias: real, fluante ou pessoal. Conforme: AMARAL, José Romeu Garcia. Regime jurídico das debêntures. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 71.

Ainda assim, a classificação acima não é exaustiva quanto às possibilidades em uma emissão de debêntures, de modo que a companhia emissora poderá ofertar outras modalidades de garantias de acordo com sua estratégia de captação e conforme as demandas do mercado, sendo bastante comum, por exemplo, o oferecimento de garantias por terceiros. Importante frisar que, neste último caso, o tipo de garantia não influenciará na classificação da espécie da debênture. Ou seja, se a emissão contar com a alienação fiduciária de um imóvel de propriedade de terceiro, por exemplo, a debênture não será, por isso, da espécie com garantia real, sendo, nesse caso, uma debênture da espécie quirografária com garantia real adicional, conforme nos ensina Fábio Ulhôa Coelho *et al.*²⁸:

Em suma, uma debênture não se torna da espécie “com garantia real”, apenas pelo fato de terceiro conceder uma garantia real. Ela continuará a ser da mesma espécie (dentre as quatro previstas no art. 58 da LSA), em razão apenas das garantias concedidas pela própria sociedade anônima emissora. Qualquer entendimento diverso da questão leva a uma conclusão sem sentido. Como deve agir o administrador judicial, na falência da companhia emissora, se a debênture contava com garantia real de um terceiro não-acionista? Simplesmente considerá-la na classe do passivo quirografário, afinal não há nenhum bem da massa vinculado à satisfação dessa dívida da sociedade falida, não se podendo cogitar de seu pagamento com o produto da venda de um ou outro. E se a garantia fora concedida pelo controlador? O administrador judicial deve considerá-la provisoriamente como uma obrigação quirografária, e proceder ao pagamento dos debenturistas que se apresentarem a rateio; se for, no entanto, o controlador que pleiteia esse pagamento, em regresso, após ter satisfeito os debenturistas, o administrador judicial fará a reclassificação da obrigação debenturística entre os créditos subordinados em razão do art. 83, VIII, b, da LRF.

Nesse sentido, de forma a ilustrar os conceitos apresentados nas seções anteriores e contextualizar a utilização das garantias, faremos uma breve explanação dos principais tipos de garantias especiais utilizadas nas emissões de debêntures no mercado de capitais brasileiro.

2.2. Garantias em espécie

²⁸ Conforme: COELHO, Fábio Ulhoa *et al.* Lei das sociedades anônimas comentada. Rio de Janeiro. Forense. 2021. p. 321.

2.2.1. Garantias pessoais

As garantias pessoais (ou fidejussórias) se caracterizam por possuir natureza puramente obrigacional na medida em que vinculam o patrimônio geral do garantidor à satisfação da obrigação garantida. Dessa forma, a garantia subsiste por um ato de confiança do credor na consistência da situação patrimonial do garantidor até o cumprimento integral das obrigações garantidas.

Dentre as modalidades de garantias pessoais que podem ser encontradas nas emissões de debêntures, destacaremos a fiança, que se pode dizer, é a mais utilizada pelas companhias emissoras. Cabe, portanto, destacar que existem vários tipos de fiança, das quais a companhia emissora pode dispor e cuja escolha será definida pelas necessidades da companhia em conjunto com as estratégias de alocação da debênture no mercado de investidores.

Na lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil)²⁹, o instituto da fiança, como garantia pessoal típica, está regulado nos artigos 818 ao 839. Como nos informa o próprio artigo 818, “pelo contrato de fiança, uma pessoa garante satisfazer ao credor uma obrigação assumida pelo devedor, caso este não a cumpra.” Assim, ao fiador, incumbe a responsabilidade de garantir com seu patrimônio pessoal, através do contrato de fiança, a obrigação assumida pelo devedor em uma relação obrigacional na qual figura como terceira parte.

Interessante ressaltar que há certa discussão sobre se a fiança pode constituir uma obrigação própria do fiador perante a relação entre credor e devedor, ou se constitui meramente uma relação de responsabilidade do fiador para com a obrigação garantida.

Segundo Luis Manoel Teles de Menezes Leitão³⁰, a fiança surge no âmbito do Direito Romano e era baseada no instituto do *fideiussio*, o qual se caracterizava pelo surgimento da obrigação do fiador em garantir o pagamento da obrigação principal.

²⁹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. Brasília, 10 de janeiro de 2002; 181 o da Independência e 114 o da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em 15 novembro de 2021.

³⁰ Conforme: LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. Garantias das Obrigações. Coimbra: Almedina, 2018. p. 106.

Nesse sentido, a obrigação do fiador possuía caráter acessório apenas, visto que a obrigação principal já existia independentemente da assunção de obrigação secundária, pelo fiador.

No contexto da doutrina portuguesa, defende Luis Manoel Teles de Menezes Leitão³¹, que a fiança constitui obrigação própria do fiador, uma vez que o fiador tem um dever de prestação perante o credor, ainda que tal dever seja apenas de assegurar o pagamento em lugar do devedor. No entanto, para Fábio Rocha Pinto e Silva³², o artigo 39, parágrafo único do Código Civil já serviria para eliminar essa discussão no âmbito da legislação brasileira, tendo em vista que preconiza que, havendo mais de um fiador, e existente o benefício da divisão, cada fiador responde pela sua parcela.

Ou seja, nessa concepção, a qual nos filiamos, a fiança é entendida como sendo uma responsabilidade acessória à responsabilidade do devedor principal e é justamente por esse motivo que o fiador pode recobrar do devedor afiançado os valores eventualmente pagos, referentes a uma obrigação que não lhe cabia.

A fiança é constituída através de contrato escrito, nos termos do artigo 819 do Código Civil. No caso das debêntures, o mais recorrente é que a fiança seja constituída na própria escritura de emissão, sendo os termos e condições da sua outorga firmados juntamente com os termos da própria debênture, em que pese seja comum também os casos em que a companhia emissora prefira fazê-lo através de instrumento apartado (carta de fiança).

São necessários os consentimentos do fiador e do credor, sendo dispensado o consentimento do devedor garantido³³. Por esse motivo, dentre os atos autorizativos exigidos para a formalização da escritura de emissão estão os atos societários da companhia que figurará como fiadora das debêntures. Normalmente, a fiança é prestada por uma companhia que faz parte do grupo econômico da companhia

³¹ Conforme: LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p.108.

³² SILVA, Fábio Rocha Pinto. *Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma*. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017.

³³ Conforme: BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. Brasília, 10 de janeiro de 2002; 181 o da Independência e 114 o da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em 25 novembro de 2021. Código Civil, art. 820.

emissora (geralmente uma controladora), mas também pode ser prestada por uma, ou mais, pessoas físicas.

Em ambos os casos, é importante a realização de uma análise de crédito sólida do patrimônio dos fiadores, justamente em razão da natureza pessoal da fiança, que nada mais é do que o estabelecimento de uma relação obrigacional com um terceiro, ao invés da instituição de um direito real sobre bens individualizados do devedor e/ou do garantidor.

Ainda em decorrência da natureza pessoal da fiança, e considerando que o credor apenas aceita a garantia pessoal acreditando na solvência prestada por terceiro, além da análise de crédito, acima descrita, é comum a exigência, em conjunto com a fiança, do *negative pledge*, modalidade de garantia atípica que veremos detalhadamente nas próximas seções. Tal exigência busca tão somente proteger o patrimônio geral do fiador contra a prestação de outras garantias, com o intuito de manter a qualidade do crédito deste perante a dívida garantida.

Outra modalidade de fiança bastante comum em emissões de debêntures são as fianças bancárias. Diferentemente da fiança amical, onde o fiador assume a responsabilidade de garantir dívida do devedor gratuitamente, por mera afinidade com este, a fiança bancária é um tipo da chamada fiança profissional³⁴, onde o fiador obtém alguma vantagem, geralmente financeira, em troca da outorga da fiança.

Nesse caso, um banco prestará a fiança no âmbito da emissão de debêntures em troca de uma contraprestação. Essa operação envolve uma relação jurídica adicional entre o banco e a companhia emissora das debêntures que, normalmente, é formalizada por um contrato de prestação de garantia, além da própria escritura de emissão, no qual são dispostos todos os termos e condições da fiança. Além disso, é possível ainda prever a inclusão das chamadas “contragarantias”, que podem ser reais ou fidejussórias, e possuem o condão de garantir as obrigações assumidas pelo banco no âmbito da operação.

2.2.2. Garantias Reais

³⁴ SILVA, Fábio Rocha Pinto A fiança como uma garantia heterogênea do crédito. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. 2014. Disponível em: <http://bdjur.tjdft.jus.br/xmlui/handle/tjdft/41638>. Acesso em 10 de novembro de 2021.

As garantias reais, ao contrário das garantias pessoais, não incidem sob o patrimônio do garantidor de forma geral, mas apenas sob bens destacados, sendo denominados, por essa característica, um direito preferencial real sobre determinado bem (que pode ser de propriedade do devedor ou de terceiros). Estabelece-se, portanto, uma relação de preferência sobre outros credores com relação ao bem objeto da garantia.

Na legislação brasileira, temos como garantias reais típicas, a hipoteca, que incide sobre bens imóveis e o penhor e a anticrese, incidentes sobre os bens móveis.

Aqui, convém notar que deixamos propositalmente de fora da classificação de garantia real a alienação fiduciária e a cessão fiduciária. Isso porque, gostaríamos de trazer um pouco do debate acerca da tradicional classificação das garantias entre pessoais e reais.

Com efeito, é notório o desconforto de boa parte da doutrina no que diz respeito à classificação acima, que, apesar de correta, parece não abarcar todos os aspectos relevantes para uma efetiva sistematização de todas as figuras de garantia possíveis.

Para Luis Manoel Teles Menezes de Leitão³⁵, inclusive, sob o manto dessa tradicional classificação, não poderíamos incluir modalidades como a alienação fiduciária e a cessão fiduciária como garantias reais,

Apesar da correção da bipartição tradicional, desde sempre houve figuras que a ela não se podiam reconduzir, como os privilégios gerais ou a separação de patrimônios, tendo a evolução da prática vindo ainda a admitir outros casos especiais de garantias como a transmissão da propriedade com esse fim ou as garantias especiais sobre certos direitos. Efetivamente, a utilização da propriedade em garantia, que ocorre na reserva de propriedade ou na alienação fiduciária em garantia, não se pode considerar como uma garantia real, na medida em que não se limita a atribuir ao credor preferência sobre um bem do devedor ou de terceiros, mas antes, o investe na plena propriedade do bem, cuja utilização ele deve limitar ao fim de garantia.

Já para Miguel Pestana de Vasconcelos³⁶, a perspectiva revelada por tal classificação, além de outras críticas, é excessivamente civilista e deixa de lado seu

³⁵ Conforme: LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 15.

³⁶ Conforme: VASCONCELOS. L. M. Pestana de. *Direito das Garantias*. Almedina. 3 ed. 2019; p. 61.

aspecto mais relevante (especialmente para o contexto das emissões de debêntures) que é a sua efetividade frente às situações de insolvência:

A classificação da doutrina tradicional está, na sua essência, correta. Sujeita-se, no entanto, a três críticas: (i) é incompleta, mesmo dentro dos seus quadros estritos; (ii) não inclui no seio das garantias outras figuras que desempenham esse papel com grande relevância no tráfego comercial; (iii) e, acantonada numa perspectiva estritamente civilista, não tem em conta, quer o regime executivo, (da ação executiva), quer – que é mais relevante – a disciplina insolvencial das figuras que identifica como garantias especiais e as que não identifica como tal.

No contexto da legislação brasileira, para fins do presente trabalho, nos filiaremos ao entendimento de Fábio Rocha Pinto e Silva³⁷, de que o problema classificatório que se coloca, exige necessariamente o alargamento do conceito de garantia real para incluir também a alienação fiduciária e a cessão fiduciária, figuras típicas da chamada propriedade-garantia ou propriedade fiduciária. Com efeito, no âmbito das operações de debêntures no mercado de capitais brasileiro, as garantias baseadas na propriedade fiduciária são fundamentais para as companhias emissoras.

A propriedade fiduciária de bens imóveis para fins de garantia, constituída através da alienação fiduciária de imóvel é disciplinada pela Lei 9.514 de 20 de novembro de 1997 (Lei da Alienação Fiduciária de Imóvel).

No que se refere à propriedade fiduciária em garantia de bens móveis, esta figura se encontra disciplinada pelos arts. 1.361 a 1.368-B do Código Civil, para garantias de dívidas em geral e no art. 66-B da Lei 4.728 de 14 de julho de 1965, para garantias de obrigações contraídas especificamente no âmbito dos mercados financeiros e de capitais.

Através dessa modalidade de garantia, o devedor transfere a titularidade fiduciária de certos direitos creditórios ao credor, por meio de um contrato de cessão, sendo a propriedade fiduciária efetivamente constituída após o registro no cartório de registro de títulos e documentos do domicílio do devedor. Após constituída, a propriedade fiduciária passará a ser detida pelo credor que poderá satisfazer seu

³⁷ SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma*. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 62.

crédito, em hipótese de inadimplemento, dentro dos limites ditados pela propriedade fiduciária e no limite de seu crédito. Nesse sentido, conforme Melhim Chalhub³⁸:

Essa transferência de titularidade não se faz em termos plenos e definitivos, mas, tendo escopo de garantia, limitados, sendo temporária a transferência – serve a cessão somente para que o cessionário-fiduciário receba recursos para satisfazer seu crédito e perdura somente enquanto perdurar esse crédito. Nesse sentido dispõe o parágrafo 1^a do art. 18 ‘que as importâncias recebidas (...) serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos (...)’”

Um dos aspectos mais relevantes da propriedade fiduciária para efeitos das relações de crédito é a criação de um patrimônio autônomo. Ou seja, assim que devidamente constituída, através do registro do contrato junto ao registro de imóveis, no caso da alienação fiduciária de imóveis ou do registro de títulos e documentos, no caso da cessão fiduciária de direitos creditórios, os bens objeto da garantia são imediatamente excluídos do patrimônio do devedor. Desse modo, não estão sujeitos aos efeitos da insolvência do devedor, principalmente nas hipóteses de recuperação judicial ou falência, nos termos da Lei 11.101 de 09 de fevereiro de 2005 (Lei da Recuperação Judicial e Falência)³⁹.

Além da proteção à propriedade fiduciária garantida expressamente pela Lei da Recuperação Judicial e Falência, também temos as disposições genéricas conferidas pelo inciso IX do art. 119 da referida lei, as quais excluem dos efeitos da falência os bens e obrigações que integram os patrimônios afetação⁴⁰. Nessa espécie estão

³⁸ CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: negócio fiduciário*. 7^a ed. Rio de Janeiro. Forense, 2021. P. 466.

³⁹ “Art. 49. Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos. (...) § 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.” BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, 9 de fevereiro de 2005; 184º da Independência e 117º da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em 05 novembro de 2021.

⁴⁰ “§ 5º Tratando-se de crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários, poderão ser substituídas ou renovadas as garantias liquidadas ou vencidas durante a recuperação judicial e, enquanto não renovadas ou substituídas, o

incluídas também as preferências estipuladas pelo penhor, que também compreendem patrimônio de afetação e permanecem separados da situação patrimonial do devedor em qualquer situação, prosseguindo normalmente o curso dos contratos a qual estão vinculados até a total satisfação da obrigação que garantem.

Aqui cabe uma distinção importante a respeito das diferentes conformações patrimoniais atribuídas a cada uma dessas garantias (penhor e cessão fiduciária) pela legislação, conforme nos ensina Melhim Chalhub⁴¹:

Com efeito, no penhor, o devedor empenha o crédito e o conserva em seu patrimônio, mas na cessão fiduciária transmite o direito creditório ao cessionário-fiduciário, demitindo-se da titularidade do direito cedido (Lei 9.514/1997, art. 18). Dados esses distintos efeitos patrimoniais, na hipótese de recuperação de empresa, se se tratar de créditos empenhados, o produto de sua cobrança será depositado e mantido em conta vinculada (art. 49, parágrafo 5º), mas se se tratar de créditos cedidos fiduciariamente, seu produto será apropriado pelo cessionário-fiduciário, até o limite de seu crédito (art. 49, parágrafo 3º). O parágrafo 3º do art. 49 afasta o crédito fiduciário dos efeitos da recuperação da empresa e ratifica a aplicabilidade do regime jurídico próprio dessa espécie de garantia, instituído pelos arts. 18 a 20 da Lei 9.514/1997, que autoriza a apropriação do produto da cobrança pelo credor-fiduciário. Diferentemente quanto ao penhor, o parágrafo 5º do mesmo art. 49 manda depositar o produto da cobrança em conta vinculada porque o crédito objeto da garantia permanece no patrimônio do devedor. Esse dispositivo se aplica exclusivamente ao penhor, não podendo alcançar a cessão fiduciária porque neste caso o crédito não integra o ativo da empresa cedente-fiduciante: foi transmitido ao credor-fiduciário, ao qual a lei atribui a titularidade sobre o produto da cobrança até o montante garantido.

Em suma, podemos dizer que uma das características mais marcantes da propriedade fiduciária é justamente permitir a utilização de um contrato típico de transmissão de propriedade, para um fim diferente daquele que lhe é comum. Ou seja, a utilização do direito de propriedade para o fim de garantia, estranho, no primeiro momento, a este instituto.

Num cenário em que as possibilidades de transações econômicas e operações de risco se multiplica, a propriedade fiduciária de torna cada dia mais indispensável

valor eventualmente recebido em pagamento das garantias permanecerá em conta vinculada durante o período de suspensão de que trata o § 4º do art. 6º desta Lei." BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, 9 de fevereiro de 2005; 184º da Independência e 117º da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em 05 novembro de 2021.

⁴¹ CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária: negócio fiduciário. 7ª ed. Rio de Janeiro. Forense, 2021. P. 470.

para os agentes econômicos pois institui mecanismos de proteção patrimonial como modo de garantir o cumprimento das obrigações.

2.2.3. Garantias atípicas

As chamadas garantias atípicas são institutos que se destinam a reforçar a proteção do credor em uma relação contratual. Em geral, esses mecanismos não surgem da disciplina legal, apesar de terem sido consolidados pela prática negocial, e sua estrutura não permite que sejam considerados espécies de garantias reais ou pessoais, o que faz delas um campo de estudo fértil e desafiador.

A necessidade do uso desse tipo de garantia decorre do fato de que nem sempre as garantias gerais decorrentes da responsabilidade patrimonial ou mesmo as garantias especiais são suficientes para minimizar o risco dos negócios (isso quando há a possibilidade de sua efetiva constituição). Nesse sentido, conforme Orlando Gomes⁴²:

Embora o patrimônio do devedor responda por suas dívidas, é prudente, em muitos casos, não confiar apenas nessa garantia genérica. Não só o devedor pode estar endividado ou contrair novas dívidas, como não está proibido de alienar bens ou transferir direitos, enfraquecendo, em consequência, a garantia oferecida por seu patrimônio.

No âmbito das emissões de debêntures, é bastante comum a utilização de uma série de obrigações negativas que podem ser estipuladas nas escrituras de emissão, os chamados *covenants*. Essa categoria jurídica, que possui origem na *common law*, pode ter um paralelo em nosso sistema jurídico, através do conceito de pacto acessório, conforme nos ensina Pontes de Miranda⁴³:

Direitos de acessoriedade. Os direitos podem ser considerados em si mesmos, sozinhos e podem ser ligados a outros, como direitos acessórios (*Nebenrechte*). Os direitos acessórios de modo nenhum se incluem nos direitos de que são acessórios: a relação entre eles é de anexidade, não de derivação, ainda quando se trate de interesses e perdas e danos pela mora. (...) Os *pacta adiecta* permitiram acordos adjectos (não principais, não independentes), pactos que não modificam o negócio jurídico principal, sem que importe o tempo em que se fazem (*in continenti*; ou algum tempo depois *ex intervallo*), ou o que estabelecem de mais, ou de menos, em relação ao negócio jurídico principal (...). No direito moderno, a adstipulação e o pacto adjecto exercem função frequentíssima no mundo dos negócios bancários,

⁴² GOMES, Orlando. Obrigações. 8a. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1994. p. 276.

⁴³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXII. 3a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 22, 198. p. 60-61, 65

industriais e agrícolas, inclusive para que soluções das dívidas sejam simultâneas e *uno acto*, e os inadimplementos das duas ou mais dívidas sejam subordinadas às mesmas penalidades.

Para Robert Scott⁴⁴, em uma análise econômica do fenômeno das garantias, a existência dos *covenants* pode ser vista como uma maneira de mitigar o conflito natural entre credor e devedor, particularmente em contratos de empréstimo de longo prazo, que é o caso das debêntures, possuindo o importante papel de diminuir os custos de monitoramento do contrato.

Em geral, os *covenants* se apresentam como cláusulas de garantia e são modeladas conforme as características do negócio e necessidades das partes. A ideia principal é inibir qualquer prática que possa ser considerada nociva para o patrimônio do devedor, e conseqüentemente, para uma eventual recuperação do crédito pelo credor.

Para os fins do presente trabalho nos limitaremos às principais cláusulas que podem ser encontradas nas escrituras de emissão, quais sejam a cláusula *negative pledge*, a cláusula *cross-default* e a cláusula *pari-passu*.

a) Cláusula *negative pledge*

A cláusula *negative pledge* consiste em uma obrigação negativa, que tem como objetivo direcionar o comportamento do devedor e impor limitações às suas condutas, em benefício, em última instância, do credor.

Em geral, essas cláusulas vedam ações como a constituição de novas dívidas perante terceiros, a alienação de bens e ativos, a outorga de garantias, remessa de lucros aos acionistas, entre outros. Nesse sentido, sua finalidade é assegurar a situação patrimonial do devedor de modo a garantir o cumprimento de suas obrigações contratuais.

Nas emissões de debêntures, particularmente, há um aspecto importante contido no estabelecimento dessas cláusulas que é o de assegurar o compromisso do devedor de que outros credores não receberão garantias ou quaisquer vantagens em

⁴⁴ SCOTT, Robert E. A Relational Theory of Secured Financing. Columbia Law Review, v. 86, n. 5, p. 922-923, 1986. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1122546>. Acesso em: 10 agosto 2021.

melhores condições, ou seja, visando evitar a subordinação da dívida presente em relação a outras, passadas ou futuras.

Esse ponto é importante do ponto de vista do crédito pois as cláusulas *negative pledge* normalmente figuram dentre as hipóteses de vencimento antecipado da dívida. Isso significa que, caso haja diferença de condições entre as dívidas (diferentes emissões de debêntures de uma mesma companhia, por exemplo), alguns credores podem executar suas garantias primeiro, tornando a situação patrimonial da companhia devedora mais restrita.

Apesar de representarem garantias importantes e consolidadas na prática do mercado de dívida em geral, a cláusula *negative pledge*, assim como as demais cláusulas de garantia e segurança, são garantias fracas, conforme afirma Menezes Leitão⁴⁵:

É questionável a natureza da cláusula *negative pledge*. Em primeiro lugar, é indubitável que a posição que ela confere ao credor representa um reforço da garantia geral, na medida em que, ao contrário do que sucede com o comum dos credores, ele tem uma garantia específica consistente na obrigação negativa assumida de não se estabelecer novas garantias, o que pode até permitir um reforço das outras garantias já constituídas. É, no entanto, manifesto que se trata de uma garantia fraca, na medida em que não garante ao credor qualquer direito sobre bens presentes e futuros do devedor, pelo que, em caso de violação da garantia, não se permite ao credor afetado opor sua oposição aos outros credores, mas apenas obter uma indenização, ou eventualmente a exigibilidade antecipada de cumprimento.

Em resumo, pode-se dizer que a cláusula *negative pledge* busca estabelecer o ponto de equilíbrio econômico do negócio, uma vez que a elaboração dessas obrigações laterais leva em conta o contexto e o ambiente negocial das partes no momento do negócio e, por conseguinte, seu preço e risco⁴⁶.

b) Cláusula *cross-default*

⁴⁵ Conforme: LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 314.

⁴⁶ MELLO, Fábio Roberto Barros. *Cláusula de proibição de concessão de garantias (negative pledge clause): Instrumento complementar ao regime contratual de proteção do crédito*. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18298>. Acesso em: 05 julho 2021.

Na cláusula *cross-default* temos a determinação de que eventual descumprimento obrigacional ocorrido em uma dívida poderá gerar repercussões em outras dívidas, com credores diferentes daquele cujo inadimplemento foi verificado por primeiro. Conforme Fábio Roberto Mello⁴⁷, os efeitos dessa cláusula vão além da relação jurídica em que ela foi particularmente contratada e beneficia o credor que contratou a cláusula, permitindo que ele, este, diante de situação de debilidade jurídica e econômica do devedor, possa antecipar a defesa de seus interesses.

Conforme alerta Bruno Ferreira⁴⁸, é necessário certo cuidado com a livre tradução do termo *cross-default* como “descumprimento cruzado”, tendo em vista que também estão inclusos no escopo desta cláusula determinados eventos que podem não estar no controle do devedor e, ainda assim, acionar o vencimento nas demais dívidas.

Como exemplo, podemos citar uma cláusula muito presente nas escrituras de emissão que é a vedação de questionamento judicial da escritura de emissão por terceiros, sob pena de decretação de vencimento antecipado. Nesse caso, temos a imposição de um evento totalmente alheio ao controle do devedor mas que, ainda assim, tem o condão de levar ao vencimento antecipado todas as outras dívidas do devedor, via cláusula *cross-default*.

A princípio, pode parecer estranho que o devedor aceite se submeter a tão gravoso clausulado, especialmente quando há disposições que não estejam de nenhum modo sob sua agência. No entanto, trata-se de um ótimo instrumento de sinalização de confiança perante o seu credor, especialmente quando há a impossibilidade de concessão de garantias especiais que abarquem a totalidade da dívida (como é, comumente, o caso das emissões de debêntures). Nesse sentido, explica Henrique Sbrissia:⁴⁹

⁴⁷ MELLO, Fábio Roberto Barros. Cláusula de proibição de concessão de garantias (*negative pledge clause*): Instrumento complementar ao regime contratual de proteção do crédito. 2017. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18298>. Acesso em: 23 novembro 2021.p. 41.

⁴⁸ FERREIRA, Bruno. Contratos de crédito bancário e exigibilidade antecipada. Coimbra: Almedina, 2011. p. 222.

⁴⁹ SBRISSIA, Henrique. Relatório acadêmico - Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Lisboa.202. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/3/2020_03_0897_0941.pdf. Acesso em 07 de dezembro de 2021.p. 11.

É, de fato, muito fácil perceber que as tradicionais garantias especiais dificilmente amoldam-se a realidade de mútuos que envolvem montantes elevados e/ou atores de diversos países. Mesmo que haja um bem suficiente a responder pelo mútuo (o é muito raro) o problema está só no início, porquanto necessário pensar aonde será efetuado o seu registro, prover os custos, não só deste assentamento, mas também da efetiva identificação, localização, avaliação, entrega, depósito e guarda, estes últimos todos mesmo nos casos que não envolvam nenhum tipo de averbação. Assim é que a *cross default* surge como um meio termo entre a inexistência de qualquer salvaguarda e a exigência de uma obtusa garantia especial, porquanto ao mesmo tempo que se apresenta como um mecanismo que inegavelmente constitui um reforço da posição do credor que a exige, não demanda elevados custos de transação para sua elaboração.

Claramente, a cláusula *cross default*, traz consigo o risco de trazer consequências indesejadas aos negócios jurídicos caso seja utilizada indistintamente contra os devedores (no limite, é possível que se declare o vencimento antecipado de todas as dívidas do devedor, ensejando até mesmo uma recuperação judicial deste).

É por esse motivo que se faz necessário o uso do bom senso e dos costumes para equilibrar a relação entre credores e devedores de modo a sempre cultivar um ambiente saudável para o crédito. Por essa razão, no âmbito das emissões de debêntures, o acionamento das cláusulas de *cross default*, na prática, é utilizado pelos investidores de forma muito comedida, sendo a presença dessas cláusulas vista muito mais como uma questão de boas práticas pelo mercado, ao mesmo tempo em que traz um certo conforto aos credores de ter alguma “válvula de escape” na ausência de garantias especiais.

c) Cláusula pari-passu

A cláusula *pari-passu*, por sua vez não objetiva, em princípio, vedar a concessão de outras garantias, porém, tem o condão de manter a posição do credor beneficiário da cláusula em relação ao endividamento geral do devedor. Nessa relação, o devedor se compromete a não oferecer tratamento diferenciado e inferior em relação aos outros credores com os quais possui dívida.

Para tanto, o credor se compromete, através dessa cláusula, a não prestar a outro credor qualquer nenhuma outra garantia sem compensar o credor da dívida em que a cláusula está sendo firmada.

Segundo Menezes de Leitão⁵⁰, a cláusula *pari-passu*, pode, por vezes, ser reconduzida a uma promessa de concessão de garantia especial, condicionada à hipótese de celebração da mesma garantia com outros credores. Aqui, novamente, trata-se de uma garantia especial fraca, na medida em que o credor pode obter a responsabilização pelo descumprimento, no entanto, não poderá opor essa garantia a terceiros.

Para Fábio Rocha Pinto e Silva⁵¹, por outro lado, a configuração da cláusula *pari-passu* deve ser analisada sob o viés de uma obrigação de não fazer, tendo em vista que seus efeitos não vinculam terceiros (nesse caso, outros credores que eventualmente ficariam impedidos de receber garantias adicionais), mas apenas o próprio devedor que ficará obrigado às condições da cláusula, sob pena de decretação do vencimento antecipado de sua dívida.

CONCLUSÕES

O conceito de garantia, na acepção mais ampla do termo, refere-se, normalmente à ideia de *enforcement* de uma obrigação. No entanto, sua íntima relação com o crédito, e consequentemente com os mecanismos de fomento da atividade econômica, fazem emergir o conceito de risco, ainda pouco explorado no contexto do estudo dos institutos jurídicos.

Com o objetivo de examinar essa relação de maneira mais proveitosa aos profissionais que lidam com esses aspectos cotidianamente, optou-se por utilizar uma visão multidisciplinar das garantias, abordando aspectos normalmente desconsiderados numa análise puramente jurídica como, por exemplo, o conceito de estrutura de capital, emprestado das finanças corporativas.

Nessa toada, foi possível apresentar brevemente parte do complexo debate sobre a função existente entre o preço do crédito nas dívidas garantidas e não garantidas. Com efeito, questiona-se a ideia de que o crédito garantido é necessariamente mais barato que o crédito não garantido. Isso porque, um dos efeitos

⁵⁰ Conforme: LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Garantias das Obrigações*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 315.

⁵¹ Conforme: SILVA, Fábio Rocha Pinto e. *Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma*. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017. p. 312.

da prestação de garantias é justamente a redução do patrimônio arrecadável do devedor, aumentando assim o risco de inadimplência junto aos credores, o que por sua vez, pode resultar no aumento do custo de crédito em outras dívidas, eliminando possíveis ganhos líquidos globais na estrutura de capital da companhia.

Esse e outros dilemas correlatos permeiam o cotidiano das empresas brasileiras na busca por capitalização. No âmbito das emissões de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro, as debêntures figuram como os títulos mais emitidos por essas companhias, que precisam a todo momento equacionar suas necessidades financeiras com o apetite do mercado de capitais e de crédito, e o fazem através de uma complexa estrutura contratual na qual estão presentes as mais variadas formas de garantias especiais.

Para uma breve explanação das principais garantias utilizadas nas emissões de debêntures, optou-se pela utilização da sistematização que divide as garantias especiais em três gêneros principais: pessoais, reais e atípicas, a despeito das críticas de vários doutrinadores à presente classificação, principalmente com relação ao cabimento, ou não, da propriedade fiduciária em garantia na modalidade garantia real.

Com efeito, é inegável a importância do estudo das garantias para o Direito Civil, disciplina, aliás, que gerou o instituto jurídico ora estudado, dentro do tema de direito das obrigações. Entretanto, é no âmbito do Direito Comercial que nos deparamos com a maior parte de suas limitações práticas. A proximidade do tema das garantias com o Direito Comercial tem feito emergir, inclusive, uma urgência para o maior aprofundamento do chamado Direito das Garantias, como um ramo autônomo do Direito.

Ao longo do presente trabalho observou-se como diversos mecanismos de garantia concebidos a partir de problemas reais, sem qualquer disciplina legal, acabaram se consolidando como um meio efetivo de segurança do cumprimento das obrigações, seja de forma autônoma, seja de forma acessória, aliada a um determinado sistema de garantias, como é o caso das cláusulas de garantia e segurança (*negative pledge, pari-passu e cross default*), por exemplo.

Por fim, constatou-se a urgência no aprofundamento do estudo e domínio do sistema de garantias brasileiro e suas diferentes conformações patrimoniais, tendo

em vista a importância de seus efeitos no campo prático, principalmente do ponto de vista das necessidades de crédito das empresas.

Ainda, importante pautar que, mesmo num cenário em que exista uma sistematização adequada das garantias numa perspectiva civilista, esta poderia não ser suficiente para atender às necessidades crescentes das transações econômicas no que se refere à segurança jurídica e coerência interna do sistema legal das garantias se deixasse observar também os seus aspectos processuais, comerciais, insolvenciais etc.

REFERÊNCIAS

1. AMARAL, José Romeu Garcia. **Regime jurídico das debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.
2. AZEVEDO. Álvaro Villaça. **Curso de direito civil: teoria geral das obrigações e responsabilidade civil**. São Paulo. Saraiva Jur, 2019.
3. ASCARELLI. Tulio. **Teoria geral dos títulos de crédito**. Campinas: Editora Jurídica Mizuno, tradução de Benedicto Giacobbin, 2003.
4. BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Palácio do Planalto Presidência da República**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 jul. 2021.
5. BRASIL. Lei nº Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Palácio do Planalto Presidência da República**. Brasília-DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em 14 de novembro de 2021.
6. BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o código civil. **Palácio do Planalto**. Brasília - DF, 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em 25 novembro de 2021.

7. BRASIL. Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Palácio do Planalto**. Brasília-DF, 9 de fevereiro de 2005; 184º da Independência e 117º da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2005/lei/11101.htm. Acesso em 05 novembro de 2021.
8. CAMARGO, André. BONANIN, Alexei. **ESG: A nova fase da governança corporativa**. Valor Econômico, 21 setembro 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2020/09/21/esg-a-nova-fase-da-governanca-corporativa.ghtml>. Acesso em: 15 agosto 2021.
9. COELHO, Ulhoa Fábio. **Títulos de crédito uma nova abordagem**. Thomson Reuters. São Paulo 2021.
10. COELHO, Fábio Ulhoa et al. **Lei das sociedades anônimas comentada**. Rio de Janeiro. Forense. 2021.
11. CHALHUB, Melhim Namem. **Alienação Fiduciária, incorporação imobiliária e mercado de capitais – estudos e pareceres**. Rio de Janeiro. Renovar, 2012.
12. CHALHUB, Melhim Namem. **Alienação Fiduciária: negócio fiduciário**. 7ª ed. Rio de Janeiro. Forense, 2021.
13. EIZIRIK, Nelson. **Emissão de Debêntures**. Revista dos Tribunais, v 721/1995, p. 52-61, nov. 1995.
14. FERREIRA, Bruno. **Contratos de crédito bancário e exigibilidade antecipada**. Coimbra: Almedina, 2011.
15. FILHO. Oscar Barreto. **O crédito no Direito**. Doutrinas Essenciais Obrigações e Contratos. vol. 2. p. 305. Jun / 2011DTR\2012\2013.
16. GOMES, Manuel Januário da Costa. **Estudo de direito das garantias**, v. 1. Coimbra: Almedina, 2004. 303 p.
17. GOMES, Orlando. **Obrigações**. 8a. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1994.
18. GREMAUD. Amaury Patrick et al. **Introdução à Economia**. São Paulo, 2007
19. LEITÃO. Luís Manuel Teles de Menezes. **Garantias das obrigações**. Coimbra: Almedina, 2018.
20. MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. Tradução Rachel Sztajn. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2020.
21. MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Portaria SEPEC/ME nº 826, de 19 de janeiro de 2021. Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade. Disponível em:

- Legislação Impress <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-sepec/me-n-826-de-19-de-janeiro-de-2021-300177104>. acesso em: 17. ago.2021.
22. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado. Tomo XXII. 3a. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 22, 1984.
 23. PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. **Curso de análise econômica do direito**. São Paulo: Atlas. 2020. p. 2.
 24. POSNER, Eric. **Análise econômica do direito contratual: sucesso ou fracasso?** tradução e adaptação ao direito brasileiro: Luciana Benetti Timm, Cristiano Carvalho e Alexandre Viola. São Paulo: Saraiva, 2010.
 25. RÁO, Vicente. **O Direito e a Vida dos Direitos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
 26. SALAMA, Bruno Meyerhof. **O que é pesquisa em Direito e Economia?** Disponível em http://works.bepress.com/bruno_meyerhof_salama/. Acesso em: 11 de setembro de 2021.
 27. SBRISSIA, Henrique. Relatório acadêmico - Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Lisboa. 2020. Disponível em: https://www.cidp.pt/revistas/rjlb/2020/3/2020_03_0897_0941.pdf. Acesso em 07 de dezembro de 2021.
 28. SILVA, Fábio Rocha Pinto e. **Garantias das obrigações: uma análise sistemática do direito das garantias e uma proposta abrangente para a sua reforma**. 1. ed. São Paulo: Editora IASP, 2017.
 29. SILVA, Fábio Rocha Pinto. **A fiança como uma garantia heterogênea do crédito**. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. 2014. Disponível em: <http://bdjur.tjdft.jus.br/xmlui/handle/tjdft/41638>. Acesso em 10 de novembro de 2021.
 30. SCHWARTZ, Alan. **The continuing puzzle of secured debt** em Vand. L. rev. 37. 1984.pp. 1051-1069.
 31. SCOTT, Robert E. **A relational theorie of secured financing**, em colum. L. ver. 86. 1986, pp. 901-97.
 32. TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. **Fundamentos do Direito Civil: obrigações**. São Paulo. Editora Forense, 2020.
 33. TRIANTIS, George G. **Secured debt under conditions of imperfect information**, em J. Legal St. 22. 1993. Pp. 73-98.