RAFAEL ARSIE CONTIN

Nº USP: 7939563

**A CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS
NO DIREITO PRIVADO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob orientação da Professora Dra. Juliana Krueger Pela.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2015

FICHA CATALOGRÁFICA

CONTIN, Rafael Arsie.

A Cessão Fiduciária do Direito do Acionista aos Dividendos no Direito Privado Brasileiro / Rafael Arsie Contin. Orientadora: Professora Dra. Juliana Krueger Pela. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015.

420 p.

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial.

1. Cessão Fiduciária de Direitos e Créditos.
2. Direito do Acionista aos Dividendos.

“A presença de um pensamento é como a presença de quem se ama. Achamos que nunca esqueceremos esse pensamento e que nunca seremos indiferentes à nossa amada. Só que longe dos olhos, longe do coração! O mais belo pensamento corre o perigo de ser irremediavelmente esquecido quando não é escrito, assim como a amada pode nos abandonar se não nos casamos com ela.”

Arthur Schopenhauer¹

¹ SCHOPENHAUER, Arthur. *A Arte de Escrever*. Tradução, organização e prefácio e notas de Pedro Süsskind. Porto Alegre: L&M, 2008. p. 52.

AGRADECIMENTOS

À Professora Juliana Krueger Pela, pela orientação e confiança no meu trabalho.

Aos meus colegas e amigos de Machado Meyer, pela paciência e ajuda.

Aos meus amigos, colegas e professores (se é que cabe tal distinção) da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (DIREITO GV), por todos os anos de convivência e conhecimentos compartilhados.

Aos meus tios, Vera e Drauzio, pela acolhida em meus primeiros anos em São Paulo.

Aos meus pais, Nastácia e Sérgio, e irmã, Leticia, por tudo.

ÍNDICE

SIGLAS E ABREVIATURAS.....	1
I. RESUMO / ABSTRACT	4
II. INTRODUÇÃO.....	7
II.1. Contextualização e Relevância Econômica do Tema.....	7
II.2. Apresentação da Estrutura do Trabalho e Principais Questões	26
III. A CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS NO DIREITO PRIVADO BRASILEIRO	29

PARTE I

LUCROS, DIVIDENDOS E DIREITOS RELACIONADOS:

A DEFINIÇÃO DO OBJETO DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

CAPÍTULO I: A QUALIFICAÇÃO DA SOCIEDADE E DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA	30
1.1. O Contrato de Sociedade e a Organização da Atividade Lucrativa	30
1.2. A Participação Social e os Direitos Inerentes	45
1.2.1. A aquisição da participação social na sociedade por ações	46
1.2.2. A participação social a partir de suas posições ativas e passivas	49
1.2.3. A natureza jurídica (unitária) da participação social e o destaque de direitos inerentes.....	59
CAPÍTULO II: O DIREITO AOS LUCROS SOCIAIS.....	77
2.1. Os Fundamentos de uma Distinção	77
2.2. Noções de Lucros e de Dividendos no Ordenamento Jurídico Brasileiro.....	83
2.3. A Posição Jurídica do Acionista em Relação aos Lucros da Sociedade e os Elementos Constitutivos do Direito aos Lucros Sociais	90
2.3.1. <i>Primeiro Componente:</i> direito de exigir que a gestão da sociedade seja orientada ao lucro	92
2.3.2. <i>Segundo Componente:</i> direito de participar nos lucros sociais em igualdade de condições	102
2.3.3. <i>Terceiro Componente:</i> direito de participar do processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais	108

2.3.3.1. Processo de apuração dos lucros sociais.....	111
(a) Apuração Interna.....	112
(b) Apuração Externa	113
2.3.3.2. Processo declaratório-distributivo dos lucros sociais.....	126
2.3.4. Visão integrada do direito aos lucros sociais.....	130
CAPÍTULO III: O DIREITO DO ACIONISTA AOS DIVIDENDOS.....	132
3.1. Primeiro Perfil: Direito Societário-Patrimonial	134
3.2. Segundo Perfil: Direito Expectativo.....	144
3.3. Terceiro Perfil: Direito de Crédito	155
3.4. Destaque e Cessão do Direito do Acionista aos Dividendos.....	160
 <i>PARTE II</i> <i>NEGÓCIO JURÍDICO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA:</i> <i>O CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO ACIONISTA AOS DIVIDENDOS</i> 	
CAPÍTULO IV: AS ORIGENS DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA	178
4.1. A Cessão Fiduciária em Garantia Atípica: negócio jurídico indireto, fiduciário ou simulado?.....	178
4.2. A Cessão Fiduciária em Garantia Típica e a sua Evolução Legislativa no Direito Positivo Brasileiro	197
CAPÍTULO V: A NATUREZA JURÍDICA DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA	202
5.1. A Natureza Contratual (Dispositiva) da Cessão Fiduciária em Garantia	202
5.2. Registro como Modo de Transferência e Constituição de Titularidade Fiduciária..	216
5.3. O Caráter Causal e Acessório da Cessão Fiduciária em Garantia.....	222
CAPÍTULO VI: OS REQUISITOS JURÍDICOS DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA.....	224
6.1. Requisitos Subjetivos	225
6.1.1. Capacidade.....	227
6.1.2. Legitimidade.....	227
6.2. Requisitos Objetivos: direitos do acionista aos dividendos (em alguns de seus perfis) como objeto da cessão fiduciária em garantia.....	236
6.2.1. Licidade	243
6.2.2. Possibilidade Jurídica	243
6.2.3. Determinabilidade	248

6.3. Requisitos Formais	251
-------------------------------	-----

CAPÍTULO VII: CONTEÚDO, EFEITO, CESSÃO E EXTINÇÃO DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA.....254

7.1. Conteúdo da Cessão Fiduciária em Garantia	254
7.1.1. Cláusulas Obrigatórias.....	255
7.1.2. Cláusulas Facultativas ou Estruturantes do Negócio.....	259
7.1.2.1. Trava Bancária.....	259
7.1.2.2. Indivisibilidade e Transmissibilidade da Garantia	268
7.1.2.3. Regramento sobre o Direito de Voto na Companhia Devedora	268
7.1.2.4. Notificações e Registros	269
7.1.3. Cláusulas Proibidas.....	270
7.2. Efeitos da Cessão Fiduciária em Garantia: o confronto entre as Teorias da Transmissão e da Imediação em relação ao momento da aquisição da titularidade fiduciária	270
7.2.1. A possibilidade jurídica de cessão de coisas e direitos futuros	274
7.2.2. A Teoria da Imediação (<i>Unmittelbarkeitstheorie</i>).....	278
7.2.3. A Teoria da Transmissão (<i>Durchgangstheorie</i>)	281
7.2.4. Uma posição intermediária?	288
7.2.5. Eficácia imediata da cessão fiduciária dos Direitos Expectativos aos Dividendos.....	297
7.3. Transferência e Extinção da Cessão Fiduciária em Garantia	298

PARTE III

TITULARIDADE FIDUCIÁRIA EM GARANTIA:

O DIREITO DO ACIONISTA AOS DIVIDENDOS COMO GARANTIA REAL

CAPÍTULO VIII: NATUREZA JURÍDICA DA TITULARIDADE FIDUCIÁRIA.....301

8.1. A Natureza Jurídica da Titularidade Fiduciária	301
8.2. Titularidade Fiduciária: elasticidade, acessoriedade e indivisibilidade	311
8.3. Estrutura de Análise da Titularidade Fiduciária.....	314

CAPÍTULO IX: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA NA PENDÊNCIA DO VENCIMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA315

9.1. A Posição Jurídica do Cedente Fiduciante	317
9.1.1. O Cedente Fiduciante no Plano do Direito das Coisas	317
9.1.2. O Cedente Fiduciante no Plano do Direito das Obrigações	331
9.2. A Posição Jurídica do Cessionário Fiduciário.....	336

9.2.1. O Cessionário Fiduciário no Plano do Direito das Coisas.....	336
9.2.2. O Cessionário Fiduciário no Plano do Direito das Obrigações	342
9.3. A Titularidade Fiduciária perante a Falência e a Recuperação Judicial.....	354
 CAPÍTULO X: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DIANTE DO INADIMPLEMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA	371
10.1. Inadimplemento: Absoluto e Relativo.....	371
10.2. O Conteúdo (Ampliado) da Titularidade Fiduciária Diante do Inadimplemento da Dívida: o processo de excussão da garantia	372
10.2.1. Procedimento de Autoliquidação da Dívida Inadimplida: a não violação à proibição do pacto comissório	374
10.2.2. Venda dos Direitos Econômicos Cedidos: a antecipação de recebíveis	387
10.2.3. A Insuficiência da Excussão.....	392
 CAPÍTULO XI: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DIANTE DO ADIMPLEMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA	393
11.1. O Cumprimento da Obrigação Garantida.....	393
11.2. A Sub-Rogação em Favor de Terceiro que Solve o Débito no Lugar do Devedor Original.....	396
 CAPÍTULO XII: A EXTINÇÃO DA TITULARIDADE FIDUCIÁRIA	397
12.1. Hipóteses de Extinção da Titularidade Fiduciária: o art. 1.436 do CCBra	397
 IV. SÍNTESE CONCLUSIVA	399
 V. BIBLIOGRAFIA.....	404

SIGLAS E ABREVIATURAS

CCBra	Lei Federal nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, que institui o Código Civil.
CPBra	Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940, que institui o Código Penal.
CPCBra	Lei Federal nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973, que institui o Código de Processo Civil.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
Decreto nº 434/1891	Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891, que regulamentava a constituição e o funcionamento das sociedades por ações antes do Decreto-Lei nº 2.627/1940.
Decreto-Lei nº 2.627/1940	Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, que regulamentava a constituição e o funcionamento das sociedades por ações antes da promulgação da LSA.
Direito de Crédito de Dividendos	Definido e explicado, de forma resumida, no Quadro 3.4(a), nas páginas 160-161 deste trabalho.
Direito Expectativo aos Dividendos	Definido e explicado, de forma resumida, no Quadro 3.4(a), nas páginas 160-161 deste trabalho.
Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos	Definido e explicado, de forma resumida, no Quadro 3.4(a), nas páginas 160-161 deste trabalho.
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada, introduzida no Direito brasileiro pela Lei Federal nº 12.441, de 11 de setembro de 2011.
Lei de Falência e Recuperação	Lei Federal nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.
Lei de PPPs	Lei Federal nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, que institui normas de licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública.
Lei de Responsabilidade Fiscal	Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.

Lei nº 4.728/1965	Lei Federal nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.
Lei nº 6.015/1973	Lei Federal nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, que dispõe sobre os registros públicos e dá outras providências.
Lei nº 6.385/1976	Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, define valores mobiliários e cria a CVM.
Lei nº 9.514/1997	Lei Federal nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.
Lei nº 10.303/2001	Lei Federal nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que alterou e acrescentou dispositivos na LSA e na Lei nº 6.385/1976.
Lei nº 10.931/2004	Lei Federal nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências.
LSA	Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que regula a constituição e o funcionamento das sociedades por ações.
Negócio Financeiro Garantido	Trata-se de uma relação jurídica financeira qualquer, na qual o crédito devido pelo devedor é garantido por uma titularidade fiduciária sobre direitos pessoais de caráter patrimonial, lastreados nos dividendos eventualmente distribuíveis aos titulares de ações de companhias.
PPP(s)	Parceria(s) Público-Privada(s).
SPE(s)	Sociedade(s) de Propósito Específico, que juridicamente pode(m) assumir qualquer uma das formas de sociedade admitidas pelo Direito brasileiro e são constituídas com a finalidade de realizar atividades específicas, desde que lucrativas. Tão logo cumpridas tais finalidades, a sociedade deixa de ter razão para sua existência (fica sem objeto), sendo em seguida liquidada. São, portanto, sociedades com prazo determinado para sua existência.

STJ	Superior Tribunal de Justiça.
TJBA	Tribunal de Justiça da Bahia.
TJES	Tribunal de Justiça do Espírito Santo.
TJMG	Tribunal de Justiça de Minas Gerais.
TJMS	Tribunal de Justiça do Mato Grosso do Sul.
TJPR	Tribunal de Justiça do Paraná.
TJRJ	Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro.
TJRS	Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul.
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo.

I. RESUMO / ABSTRACT

Versão em Português:

CONTIN, Rafael Arsie. *A Cessão Fiduciária do Direito do Acionista aos Dividendos no Direito Privado Brasileiro.* 420 (quatrocentas e vinte) páginas. Mestrado em Direito. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 5 de janeiro de 2015.

A presente dissertação examina a cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos, bem como a titularidade fiduciária (garantia real) dela resultante. A razão para a análise desses institutos deve-se ao aumento no uso desta forma de garantia em operações financeiras complexas realizadas no mercado nacional. Primeiramente, é feita uma análise das diversas acepções (perfis) que o direito do acionista ao dividendo pode assumir no contexto do ordenamento jurídico nacional, para daí concluir que tal direito é passível de cessão tanto em sua condição de *crédito*, presente ou futuro (a depender, justamente, da existência ou não de lucros sociais já deliberados), quanto em sua condição de *direito expectativo*. Isto é, de direito que o acionista detém, a partir do momento em que se torna titular de ações, de vir a adquirir direitos de créditos de dividendos a serem distribuídos pela companhia de tempos em tempos. Em razão da necessidade da imediata constituição da garantia real, especialmente diante de uma eventual falência ou recuperação judicial do devedor, este trabalho conclui que a titularidade fiduciária deve recair sobre o *direito expectativo aos dividendos*, visto ser ele um direito já existente e que permite ao seu respectivo titular se tornar, direta e imediatamente, proprietário dos créditos de dividendos que vierem a ser futuramente distribuídos pela companhia, desde que estes estejam limitados a certos valores e/ou períodos previamente acordados entre o credor/financiador e o devedor/acionista. Ademais, apesar de ser um direito inerente à participação social, o destaque e a cessão autônoma do *direito expectativo aos dividendos* não conflita com o disposto no art. 28 da LSA. O presente estudo argumenta também que o credor fiduciário pode, nos termos do art. 113 da LSA, exercer certos direitos de voto na companhia, desde que (1) o objeto da garantia seja o *direito expectativo aos dividendos* e (2) a sua influência nas deliberações sociais restrinja-se a estabelecer a forma como o lucro social será apurado e distribuído pela sociedade. Por fim, é argumentado também que, por ser uma garantia que recai sobre direitos patrimoniais pagos em dinheiro, duas consequências imediatas revelam-

se aplicáveis: (i) durante o período em que não existe qualquer inadimplemento ou vencimento regular da dívida garantida, os dividendos que vierem a ser pagos pela companhia deverão ser destinados ao acionista devedor, podendo o credor deles se beneficiar apenas quando existir o efetivo vencimento ou inadimplemento da dívida; e (ii) durante o período de inadimplemento ou na data de vencimento regular da dívida, o credor pode reter os recursos necessários à satisfação de seu crédito, desde que restitua o eventual excedente ao acionista devedor, não havendo, por isso, razão que justifique o enquadramento da excussão da garantia como sendo uma violação à proibição do pacto comissório, conforme prevista no Direito brasileiro.

Palavras-chave: dividendos; direitos expectativos; direitos de crédito; direitos aos dividendos; lucros sociais; direitos inerentes; cessão fiduciária; garantia; pacto comissório; direitos creditórios no regime de falência e recuperação judicial.

English Version:

CONTIN, Rafael Arsie. *The Fiduciary Assignment of Shareholders' Right to Dividends under Brazilian Private Law*. Four hundred and twenty (420) pages. Master of Law. Law School, University of São Paulo, São Paulo, January 5, 2015.

This dissertation examines the fiduciary assignment of shareholders' rights to dividends, as well as the fiduciary ownership (security interest) resulting from it. The reason for the analysis of these legal institutes comes from the increasing use of this type of security interest in complex financial transactions carried out in the local markets. Firstly, this work conducts the analysis of the various meanings (perspectives) which shareholders' rights to dividends may have in different contexts of the Brazilian legal system, concluding that this right may be transferred either as a *credit right*, existing in the present or in the future (depending precisely on the existence of corporate profits already distributed or not), or as an *expectance right*. By this last one, we mean the right held by the shareholder – as soon as he/she/it becomes the owner of the shares issued by a certain company – that enables him/her/it to become the owner of the dividends distributed by the company from time to time. Due to the importance of the immediate granting of the security interest, especially in light of a possible bankruptcy or judicial reorganization process involving the debtor, this

paper concludes that the fiduciary ownership should have the *expectance right to dividends* as its underlying asset. This is so because such right is already an existing right that allows the shareholder to become, directly and immediately, the owner of the dividends to be distributed by the company in the future, as long as those dividends are limited to certain amounts or periods previously agreed between the creditor/financier and the debtor/shareholder. Furthermore, despite being an inherent right to the equity stake, the “detach” of the *expectance right to dividends* from the shares which comes from, following by its assignment to other parties, does not conflict with the provision set forth in Section 28 of the Brazilian Corporation Act. This study also argues that the secured creditor may exercise certain voting rights in the company responsible for the payment of the dividends, pursuant to Section 113 of the Brazilian Corporation Act, provided that: (1) the underlying asset of the security interest is the *expectance right to dividends*; and (2) his/her/its influence in the company’s decisions is limited to the manner according to which the corporate profits will be accounted and distributed by the company. Finally, it is also argued that, for being a security interest that has receivables as its underlying assets, two consequences turn out to be applicable. (i) Over the period in which there is no default or regular maturity of the secured debt, dividends paid by the company shall be allocated in favor of the shareholder/debtor. The creditor will be able to receive them in the maturity date or upon the occurrence of a default only. (ii) Over a default period or on the regular maturity date, the creditor may retain the necessary amount of dividends to satisfy his/her/its credit, provided that any excess cash shall be transferred to the shareholder/debtor, reason for which there are reasonable grounds to sustain that this foreclosure mechanism does not violate the “non-retention of collateral assets convention” rule (*pacto comissório*) provided under Brazilian law.

Keywords: dividends; expectance rights; credit rights; dividends rights; corporate profits; inherent rights; fiduciary assignment; security interest; non-retention of collateral assets convention; receivables under bankruptcy and recovering proceedings.

II. INTRODUÇÃO

II.1. Contextualização e Relevância Econômica do Tema

A concessão de crédito é uma das atividades mais relevantes para o desenvolvimento das transações empresariais e financeiras modernas. Embora as inovações tecnológicas e as técnicas de gestão tenham sido marcos importantes na história econômica mundial, motivando, inclusive, o surgimento da “*era das revoluções industriais*”¹ e dos grupos econômicos de atuação transcontinental, fato é que nenhuma delas teria seguido adiante se não houvesse um forte censo de empreendedorismo de seus idealizadores, seguido de um sólido apoio financeiro por parte de seus financiadores. Na realidade, por maiores que as mais diversas indústrias e serviços tenham se transformado, não parece errado afirmar que todas elas, em maior ou menor grau, dependeram, dependem e serão sempre muito dependentes dos recursos financeiros proporcionados pelo mercado bancário e de capitais².

Mas se a concessão do crédito tem o seu papel consolidado de forma inegável na estrutura econômica capitalista, é bastante seguro afirmar também que tal prática não teria se tornado uma atividade econômica tão poderosa (a ponto de praticamente controlar o potencial de desenvolvimento das demais) se aos provedores de capital não fossem prestadas garantias seguras, juridicamente, e valiosas, economicamente. Pode-se dizer que as garantias, sejam elas de natureza *real*³ ou puramente *obrigacional*⁴, assumem um papel

¹ Cf. HOBBSBAWN, Eric J. *A Era das Revoluções, 1789 – 1848*. 25ª Edição. Rev., 1º Impr. São Paulo: Paz e Terra, 2010. pp. 57-95.

² Para um maior aprofundamento sobre as dependências da indústria de produção e de serviços em relação ao mercado financeiro e de capitais, ver BRANDS, H. W. *The Money Men: Capitalism, Democracy, and the Hundred Years' War Over the American Dollar*. W. W. Norton & Company: Reprint edition, October 17, 2007.

³ De acordo com Orlando Gomes, a garantia real “*confere ao credor a pretensão de obter o pagamento da dívida com o valor do bem [objeto da garantia] aplicado exclusivamente à sua satisfação*” (Acréscimo nosso) (GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 19ª Edição, Atual. por Luiz Edson Fachin. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 378). Dessa forma, o direito real de garantia transfere ao credor os atributos de sequela (direito de resguardar a garantia mesmo diante da modificação da titularidade do bem que lhe serve de objeto) e preferência (direito de pretensão universal contra todos os demais credores do devedor, exclusivamente em relação ao valor do bem dado em garantia), além de se constituir diretamente sobre um bem ou direito da pessoa que prestou a garantia (que pode ou não ser a devedora do crédito), ou, conforme o caso, sobre um bem ou direito que é transferido à titularidade (resolutiva) do próprio credor, tal como ocorre no caso da alienação fiduciária de bens e na cessão fiduciária de direitos.

⁴ A garantia obrigacional, por sua vez, decorre da obrigação ou da responsabilidade pura e simples assumida pelo garantidor de honrar a dívida incorrida por um terceiro (o devedor). Dessa forma, como obrigação geral que é, encontra seu fundamento na própria existência do garantidor e do seu patrimônio geral, e não em um bem ou direito específico pertencente a este garantidor, razão pela qual o credor irá competir sem direito de preferência com outros credores do mesmo garantidor em caso de falência ou insolvência deste (observada, evidentemente, a ordem de prioridades entre credores prevista na Lei de Falência e Recuperação).

central na concessão do crédito, sendo até mesmo o motivo determinante pelo qual os credores aceitam sujeitar o seu capital aos riscos de sucesso inerentes às práticas empresariais de seus financiados. Se o crédito é a razão do fomento do consumo, das indústrias e das empresas prestadoras de serviços, as garantias são, sem dúvida, o estímulo para a concessão do crédito.

Esta íntima interligação entre crédito e garantias é possível de ser observada tanto em mútuos simples, nos quais inexistem obrigações de destinação específica dos recursos disponibilizados e de vinculação entre as garantias concedidas e a atividade (empresarial ou pessoal, a depender do devedor) beneficiada por referidos recursos, como também em financiamentos extremamente complexos e sofisticados (incluindo, em particular, os modelos de *Project Finance*⁵), em relação aos quais as obrigações do empréstimo, especialmente suas garantias e deveres de destinação de recursos, estão diretamente vinculadas entre si e ao projeto objeto do financiamento⁶. Por essa razão, tanto o

⁵ A expressão *Project Finance* (cunhada pela doutrina jurídica anglo-saxã e que no Brasil acabou sendo recepcionada pelo mercado e pela doutrina jurídica sob a denominação de “*Financiamento de Projetos*”) é empregada neste trabalho para se referir a um financiamento contratado com foco em certo empreendimento e seus respectivos resultados, razão pela qual as garantias outorgadas e a destinação dos recursos concedidos no âmbito dessa modalidade de financiamento estão diretamente vinculadas às características econômicas do próprio projeto empreendido pelo empresário (e financiado pelo credor). Como regra geral, os Financiamentos de Projeto apresentam, conforme indicado por John Dewar, as seguintes características essenciais: (i) a constituição de uma SPE que concentrará todas as posições ativas e passivas associadas ao projeto, incluindo, por óbvio, o financiamento a ele concedido; (ii) em razão da existência da SPE (e, portanto, da existência de uma personalidade jurídica própria, titular de patrimônio autônomo), existe uma completa segregação do projeto em relação às obrigações e direitos específicos de seus idealizadores ou patrocinadores (os acionistas da SPE em questão); (iii) os acionistas (patrocinadores ou idealizadores) buscam aumentar o índice Dívida/Capital Próprio do projeto, ou seja, buscam concebê-lo de forma que a maior parte dos recursos a ele destinados seja oriunda de terceiros (os financiadores), via mecanismos de empréstimos diversos; (iv) as garantias prestadas diretamente pelos acionistas, quando concedidas, tendem a ser limitadas a riscos específicos do projeto (embora, no contexto brasileiro, essa característica seja muito relativizada); (v) os ativos e direitos creditórios do projeto formam o pacote de garantias principal (quando não o único) do financiamento concedido ao projeto; e (vi) os diversos contratos firmados pela SPE com os clientes, os parceiros empresariais, os empreiteiros, as autoridades governamentais, entre outros agentes relevantes, formam a principal fonte de receitas para o desenvolvimento e a viabilidade do projeto (DEWAR, John. *International Project Finance. Law and Practice*. Oxford University Press. pp. 1-2). Dessa forma, tal modalidade de financiamento contrapõe-se àquelas concedidas sem uma destinação específica e que, justamente por isso, passam a servir como uma fonte comum de recursos financeiros do tomador, permitindo que este utilize os valores disponibilizados pelo credor na atividade que melhor lhe aprouver. Não é sem motivo que, para essa segunda modalidade de financiamento, o conjunto de garantias solicitado pelo credor está intrinsecamente ligado à pessoa e ao patrimônio geral do tomador, e não propriamente aos bens e rendimentos específicos de um determinado projeto a ser por ele desenvolvido. Para uma visão completa da estrutura de Financiamentos de Projetos (*Project Finance*) no direito e no mercado brasileiro, bem como suas diferenças em relação a outras modalidades de mútuos e financiamentos, ver: ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: Financiamento com Foco em Empreendimentos: (Parcerias Público-Privadas, Leveraged Buy-Outs e Outras Figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007. pp. 63-104.

⁶ “*Project financings are in essence complex secured lending transactions. The willingness of lenders to extend long-term credit to a Project may depend on the degree of comfort they take in the viability of the underlying security ‘package’.*” <Financiamentos de projetos são, essencialmente, transações de empréstimo complexas de serem garantidas. A aptidão dos credores em conceder crédito de longo prazo a um projeto pode depender

aprimoramento das garantias já existentes e historicamente consolidadas, quanto a criação e o desenvolvimento de novas garantias, são processos constantes no mundo jurídico, tendo como principal objetivo conciliar, nos mais variados contextos econômicos e sociais, os interesses das partes diretamente envolvidas.

A questão em torno da importância da concepção de novas garantias que sejam capazes de servir adequadamente às realidades e aos interesses econômicos vividos por uma determinada sociedade não passou despercebida para José Carlos Moreira Alves⁷. Conforme bem destaca esse autor, os direitos reais de garantia mais tradicionalmente utilizados nas relações creditícias em geral – penhor, hipoteca e anticrese – sempre tiveram na base de sua evolução a busca pelo *equilíbrio* (bastante difícil de ser alcançado) entre, de um lado, a máxima extensão possível de proteção dos interesses dos credores (ligados à satisfação dos créditos concedidos) e, de outro, a menor interferência destes mesmos credores nos negócios e no patrimônio do devedor. A lógica que fundamenta esse equilíbrio chega a ser bastante evidente: o credor precisa ter a segurança de que poderá reaver o crédito concedido de forma rápida e por um valor que possa satisfazer seus interesses⁸, sem burocracia ou custos relevantes no processo de excussão da garantia, na mesma e exata medida em que o devedor precisa ter a certeza de que a interferência do credor na gestão de seus negócios não afetará o seu desenvolvimento, tendo as condições de utilizar o bem dado em garantia na evolução satisfatória e autônoma do seu empreendimento⁹.

Essa linha orientadora da evolução dos direitos reais foi o que motivou, ainda conforme José Carlos Moreira Alves, o surgimento de um tipo particular de garantia real,

do grau de conforto que eles poderão obter a partir do pacote de garantias subjacente que tenha sido viabilizado.> (tradução livre) (DEWAR, John. *International Project Finance...*, Ob. Cit. p. 18).

⁷ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação Fiduciária em Garantia*. 3ª Edição. Rev., Atual. e Aum. Rio de Janeiro: Forense, 1987. pp. 1-9.

⁸ Tais interesses são formados não apenas pela restituição do montante principal da dívida, mas também, e mais importante, pela remuneração, a título de juros, prevista para o período do empréstimo.

⁹ Nesse sentido, merece destaque o exemplo da evolução histórica da hipoteca (direito real de garantia) citado por José Carlos Moreira Alves e as conclusões por ele apresentadas: “É típico, nesse sentido, o exemplo da origem provável da hipoteca, garantia real que surgiu, numa economia rural como era então a romana, para possibilitar que o devedor desse em garantia os *inuecta et illata* (*bens móveis – como escravos, gado, utensílios, máquinas agrícolas – de que ele precisava para explorar a terra*), continuando na posse deles, uma vez que *lhe eram os meios imprescindíveis para a obtenção dos recursos necessários ao pagamento do débito*. Esse problema avulta no mundo contemporâneo, em que predomina, não mais uma sociedade rural, mas, sim, industrial. Para o crescente desenvolvimento da indústria, mister se faz o crédito não só para os industriais, mas também para os consumidores. Com efeito, sem crédito não há incremento de produção, nem tampouco a expansão do escoamento do que se produz. Ora, para facilitar a obtenção do crédito, é indispensável garantir, de maneira mais eficiente possível, o credor, sem contrapartida, onerar o devedor a ponto de que *fique, por causa da garantia, impedido de pagar o que deve, ou se utilizar, de imediato, daquilo que adquiriu a crédito*.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 1-2).

muito utilizada nas transações financeiras atuais, no qual a conjugação da transferência da propriedade do bem para o credor com a sua permanência na posse do devedor – tida historicamente como a melhor forma de se equilibrar os interesses diversos de credor e devedor – tornou-se o seu fundamento característico. Essa garantia é a *propriedade fiduciária*, conforme originalmente concebida em nosso Direito pela Lei nº 4.728/1965 e posteriormente regulada nos termos do arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra. A partir do desenvolvimento conceitual e jurídico da propriedade fiduciária em garantia como um novo tipo de direito real, foi possível fixar também as bases para que, conforme será abordado oportunamente neste estudo, fosse desenvolvido no Direito brasileiro o instituto da *cessão fiduciária de direitos pessoais patrimoniais em garantia*, transformado em negócio jurídico típico apto a permitir a constituição de uma titularidade fiduciária sobre direitos pessoais patrimoniais – sendo esta titularidade qualificada como nova espécie garantia real –, em contraposição à condição de simples *negócio jurídico indireto (do tipo fiduciário)*¹⁰ sob a qual vinha sendo realizado até então.

As alienações ou cessões fiduciárias de bens ou de direitos são as alternativas de garantia preferidas da maior parte dos financiadores – em qualquer contexto econômico – em razão de seu regime jurídico privilegiado no cenário de recuperação judicial ou de falência das sociedades empresárias e dos empresários, conforme bem disciplinado nos termos dos arts. 49, § 3º, e 85 e ss. da Lei de Falência e Recuperação¹¹. O fato de a

¹⁰ Conforme leciona José Carlos Moreira Alves, “o negócio jurídico se diz indireto quando as partes recorrem a um negócio jurídico típico, sujeitando-se à sua disciplina formal e substancial, para alcançar um fim prático ulterior (o escopo de garantia, que é motivo, e não causa), o qual não é normalmente atingido por meio desse negócio. Assim, a compra e venda tem como causa a troca da coisa pelo comprador como proprietário; já a compra e venda com fim de garantia (negócio jurídico indireto) é uma compra e venda (negócio jurídico típico) em que a causa é a desta (troca de coisa por dinheiro), mas em que o escopo último (motivo) não é aquele a que normalmente se visa quando se celebra uma compra e venda (qualquer utilização da coisa pelo comprador como proprietário), mas o de a coisa adquirida servir ao seu proprietário como garantia do pagamento de crédito.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 6). Nesse sentido, as partes que desejassem ceder créditos em garantia, antes da disciplina da cessão fiduciária em garantia como negócio jurídico apto a constituir um verdadeiro direito real típico (a titularidade fiduciária), precisariam realizar um negócio jurídico indireto do tipo fiduciário, qual seja: (i) uma cessão de crédito propriamente dita, mas com o estabelecimento da respectiva obrigação de devolução deste mesmo crédito, pelo cessionário ao cedente, tão logo fosse verificado o adimplemento da dívida (negócio fiduciário em sentido técnico); ou (ii) uma cessão de crédito sob condição resolutiva, ficando tal resolução atrelada ao adimplemento da dívida, de tal forma que, verificada a ocorrência da condição, ter-se-ia por restituída a titularidade do crédito ao cedente fiduciário, com efeito *erga omnes* (nos termos do atual art. 1.359 do CCBra) (negócio fiduciário do tipo germânico). Tratava-se, na realidade, de um negócio fiduciário (atípico, portanto), sem as prerrogativas legais e inerentes a um direito real de garantia típico, mas, nem por isso, conforme se verá no Capítulo IV, necessariamente menos efetivos ou protetivos aos interesses do credor fiduciário e do devedor fiduciante.

¹¹ Conforme será oportunamente analisado no Subcapítulo 9.3, os bens ou direitos, respectivamente, alienados ou cedidos fiduciariamente a terceiros, de acordo com os requisitos legais estabelecidos, não se sujeitam à recuperação judicial e nem compõem a massa falida do devedor, conforme previsto, respectivamente, nos arts. 49, § 3º, e 85 e ss. da Lei de Falência e Recuperação, razão pela qual os titulares (fiduciários) de tais bens ou

titularidade ou propriedade do bem ou direito objeto da garantia ser transferida em benefício do credor, ainda que em caráter resolúvel (sendo essa resolução atrelada diretamente ao cumprimento das obrigações garantidas), já era utilizado como fundamento por aqueles que sustentavam a exclusão do referido bem ou direito da massa falida, antes mesmo da promulgação da nova Lei de Falência e Recuperação¹². Não por outro motivo que o rol de bens aptos a serem alienados ou cedidos fiduciariamente, permitindo a constituição de direitos reais típicos, foi expressamente ampliado após a promulgação da Lei nº 10.931/2004¹³ (antes, portanto, da vigência da atual Lei de Falência e Recuperação), permitindo que entre eles figurassem, ao menos em uma operação realizada no âmbito do mercado financeiro e de capitais, não apenas os bens móveis infungíveis¹⁴, como também as “*coisas fungíveis*” e os “*direitos sobre bens móveis*”.

Diante desse cenário, os financiadores ganharam um importante instrumento de garantia que auxiliou sobremaneira a consolidação de estruturas de financiamento complexas e o desenvolvimento de projetos de infraestrutura de grande porte no mercado brasileiro. Ao mesmo tempo, viabilizou-se ao devedor a liberdade para continuar a gerir e a receber os bens, direitos ou créditos dados em garantia, empregando-os na gestão de seus negócios, sem uma interferência relevante por parte do credor, ao menos até a ocorrência de um evento de inadimplemento na relação financeira garantida¹⁵.

direitos não precisam se tornar parte no processo de recuperação judicial ou falimentar e, muito menos, concorrer com outros credores do devedor para a satisfação plena de seu crédito. Os bens ou direitos a eles alienados ou cedidos fiduciariamente servirão em seu benefício exclusivo, sendo certo que o excedente eventualmente apurado com a excussão das garantias será, em momento posterior, direcionado ao patrimônio da sociedade em recuperação judicial ou à sua massa falida.

¹² Neste sentido, ver ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 187-195.

¹³ Ao dar nova redação e numeração ao antigo art. 66-A da Lei nº 4.728/1965, a Lei nº 10.931/2004 disciplinou da seguinte maneira a matéria relativa aos bens objeto de alienação fiduciária, sem prejuízo das disposições estabelecidas pelo CCBra: “Art. 66-B. 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 Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, a taxa de juros, a cláusula penal, o índice de atualização monetária, se houver, e as demais comissões e encargos. (...) § 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. (...)”.

¹⁴ Atualmente regulados nos termos dos arts. 1.361 e ss. do CCBra.

¹⁵ A não interferência do credor pode ser, contudo, bastante relativizada, caso as partes estabeleçam, no âmbito dos respectivos contratos constitutivos do direito real fiduciário, vínculos obrigacionais específicos (referidos no jargão econômico pelo termo em inglês “*covenants*”) que determinem a forma como o bem ou o direito cedido ao credor deverá ser gerido enquanto não existir inadimplemento na relação creditícia principal. Tratam-

Contudo, além da criação e do aprimoramento das garantias de caráter real, que teve na alienação e na cessão fiduciária o seu capítulo mais recente, outro fator parece ser tão ou até mais relevante no processo de concepção de garantias satisfatórias às transações financeiras modernas – sendo esse mesmo fator também, a depender da situação, o desencadeador de novos conflitos de interesse entre credores e devedores, ou entre aqueles e as partes relacionadas a estes, que precisam ser adequadamente endereçados pelo Direito. Trata-se do surgimento de *novos bens* e *riquezas* aptos a servirem como objeto de uma garantia real (em particular, de uma titularidade ou propriedade fiduciária em garantia).

Ao se falar de novos tipos de bens e riquezas, capazes de servirem como objeto de garantia a uma determinada relação de crédito, não se está, por óbvio, querendo fazer referência a elementos ou objetos absolutamente desconhecidos das atividades humanas, uma vez que, devido ao seu próprio fator desconhecido, qualquer tentativa de analisá-los de forma metodológica seria uma tarefa absolutamente em vão. Também não se refere, necessariamente, a bens e conhecimentos decorrentes dos grandes avanços da ciência, os quais permitiram o surgimento de riquezas difíceis de serem concebidas até tempos recentes da história humana. Embora os programas informáticos ou as técnicas e medicamentos desenvolvidos pela medicina genética e biomolecular, apenas para citar alguns exemplos, sejam avanços tecnológicos que revolucionaram a dinâmica, os hábitos, os costumes e as tradições sociais, na perspectiva jurídica tratam-se, na maioria dos casos, de espécies de bens e riquezas conhecidos (bens imateriais, regulados por direitos de patente ou similares), não apresentando maiores complexidades quando seu titular decide cedê-los em garantia de um financiamento.

Na realidade, quando nos referirmos a novos bens e riquezas aptos a servirem de garantia, estamos fazendo uma alusão direta a bens que são usualmente conhecidos e inerentes às relações comerciais já existentes, mas que acabaram não sendo utilizados como objeto de garantias com a frequência e a segurança que poderiam. Por esse mesmo motivo, não suscitaram questionamentos ou conflitos entre credores e devedores, ao ponto de serem analisados pela doutrina, julgados pelos tribunais e aperfeiçoados pelos legisladores.

Um dos bens (ou direitos) que parece se encaixar melhor nessa concepção é,

se, essencialmente, de obrigações de fazer ou não fazer, acordadas em conformidade com as particularidades específicas de cada operação, que acabam por impor restrições ao devedor. Tais obrigações não são determinantes para a constituição da garantia real, mas podem ser livremente estabelecidas pelas partes quando tenham por fundamento a proteção dos interesses legítimos do credor na preservação do bem ou direito objeto da garantia.

justamente, o direito do acionista aos dividendos, não apenas em seu perfil mais evidente de *direito de crédito propriamente dito* (ou seja, direito ao recebimento de certos valores em face da companhia após a devida apuração e distribuição de lucros pela assembleia geral), mas também em seu perfil de *direito expectativo (ou eventual)*, que tem a sua existência fundada em um momento ainda anterior à plena apuração do lucro social e, portanto, à constituição de crédito de dividendo em favor do acionista.

Enquanto não contabilizado o lucro da sociedade, o direito aos dividendos se apresenta como um *direito societário-patrimonial* do acionista. Ou seja, como um direito subjetivo inerente ao *status socii* e que, no contexto do processo deliberativo da distribuição do lucro, é capaz de garantir ao acionista, inclusive através do exercício de outros direitos inerentes à ação, uma das possibilidades, dentre as previstas implícita ou explicitamente na LSA, de participar e se beneficiar periodicamente dos lucros sociais apurados¹⁶. É do direito aos dividendos em seu perfil de direito societário-patrimonial (inerente ao *status socii*) que decorre para o acionista também um direito expectativo (ou eventual) ao dividendo¹⁷, a partir do qual surgirá para ele (acionista) uma expectativa legítima e juridicamente tutelada de se

¹⁶ Nesse ponto, parece-nos correta a observação de Bruno Robert, ao expor que: “O direito de participação nos lucros sociais, portanto, é um direito amplo, do qual decorre o direito ao dividendo, como uma de suas formas de materialização. Em outras palavras, é o direito aos lucros sociais que confere fundamento ao direito ao dividendo. O direito ao dividendo é especial em relação ao direito ao lucro e sua função é a de investir os acionistas do poder do obrigar a sociedade (e os administradores) a periodicamente apurar o lucro social, declará-lo e pagar uma parte deles aos acionistas, se esta for a regra a que está submetida a sociedade.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/A – Apuração, Declaração e Pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 47). Nesse mesmo sentido, leciona Waldirio Bulgarelli: “a doutrina dominante considera o direito aos lucros sociais (direito patrimonial, essencial) como um direito a participar dos resultados positivos e não especificamente o de ver distribuídos, portanto, o dividendo”. (BULGARELLI, Waldirio. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. Vol. IV. São Paulo: Saraiva, 1978. p. 52). Por outro lado, a concepção da dissociação entre direito ao lucro e direito ao dividendo, apesar da inegável correlação entre eles, já não é aceita por Luis Gastão Paes de Barros Leães, ao afirmar que cogitar “de um direito ao lucro diverso do direito ao dividendo já nos parece exagerado (e mesmo nocivo), pois o que a lei do anonimato assegura de maneira taxativa é o direito de qualquer acionista de participar dos lucros sociais, vale dizer, o direito do acionista ao dividendo. Pois se dá o nome de dividendo à parte dos lucros líquidos, partilhada aos acionistas sobre cada uma das ações de que é proprietário. (...) Logo, absurdo fora falar em direito ao lucro distinto do direito ao dividendo, pois o que existe é direito ao lucro por dividir, ou direito ao dividendo por deliberar, contraposto ao conceito de direito ao dividendo deliberado” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969. p. 309). No entanto, conforme será aprofundado nos Capítulos II e III, a melhor interpretação, especialmente à luz da atual LSA, parece estar realmente com Bruno Robert e Waldirio Bulgarelli, visto que o lucro pode ser efetivamente retido pela companhia, a depender da vontade dos acionistas e das regras estatutárias aplicáveis, a fim de que seja “distribuído” a tais acionistas na forma de valorização futura das ações, e não de retirada de capital enquanto dividendo ou mesmo juros sobre capital próprio. Existem diversas formas de o acionista participar do lucro, sendo o dividendo apenas uma delas (e, conforme manifestado por parte importante da doutrina econômica e financeira, talvez não seja nem a mais importante – cf. BRIGHAM, Eugene F.; e EHRHARDT, Michael C. *Financial Management. Theory and Practice*. 12ª Edição. South-Western, 2008. pp. 639-673). Essa dissociação entre direito ao lucro e direito ao dividendo, sendo este uma forma para o exercício daquele será um dos pontos principais a embasar a argumentação do presente estudo.

¹⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 305-313.

tornar, no futuro, o titular do direito de crédito de dividendos.

Por essa razão, o direito ao dividendo, em seu perfil expectativo, qualifica-se, indubitavelmente, como um direito plenamente *formado e existente* na esfera patrimonial do acionista (mesmo quando ainda não apurado nenhum lucro passível de distribuição), que não se confunde com os outros dois possíveis perfis (de crédito propriamente dito ou societário-patrimonial) sob os quais o direito ao dividendo pode se manifestar no ordenamento jurídico¹⁸, garantindo-se a ele (o acionista), ou a quem o direito (expectativo ao dividendo) vier a ser cedido – de forma independente e segregada da ação que lhe deu origem¹⁹ – a posição jurídica que permitirá se tornar titular do dividendo enquanto *crédito*, tão logo o lucro venha a ser realizado e distribuído entre os sócios.

O direito aos dividendos, independentemente do perfil sob o qual se manifeste, compõe o patrimônio geral do respectivo acionista, juntamente com os demais direitos relativos à sua participação social (sendo todos esses direitos normalmente representados e exercidos mediante a titularidade sobre as ações) e os outros bens ou direitos que referido acionista possa deter sem qualquer relação com a companhia em si. Por essa razão, pode ser objeto de cessão pelo respectivo titular, independentemente da ação que lhe deu origem, ao menos em dois dos seus possíveis perfis: (i) enquanto *crédito* (existente ou futuro, a depender do momento da distribuição dos lucros aos acionistas) ou (ii) enquanto *direito expectativo* (existente – independentemente da apuração de lucro – e atributivo da posição jurídica que garantirá ao seu titular o direito de se tornar proprietário dos futuros créditos relativos aos dividendos a serem periódica e oportunamente distribuídos).

Interessante observar que mesmo sendo amplamente conhecido e fazendo parte da realidade diária dos acionistas das companhias existentes no Brasil, o direito aos dividendos (de forma independente das ações das quais decorre) não parece servir com frequência de objeto específico das garantias prestadas nas mais diversas transações financeiras. Embora não existam pesquisas empíricas capazes de comprovar essa percepção, as práticas das operações de financiamento realizadas no mercado brasileiro tendem a indicar a ampla

¹⁸ A exata diferença entre os três possíveis perfis do direito ao dividendo (quais sejam: direito de crédito, direito expectativo e direito societário-patrimonial) será aprofundada no Capítulo III.

¹⁹ Ainda não é o momento para discutir em detalhes a possibilidade jurídica da cessão do direito ao dividendo expectativo (e, conseqüentemente, da legítima expectativa juridicamente tutelada de se tornar titular dos dividendos (crédito), quando e se estes vierem a existir em um determinado período). Esse tópico será discutido nos Capítulos I a III. No entanto, pode-se antecipar que tal cessão é (segundo a visão que se construirá ao longo deste trabalho) possível nos termos do atual Direito brasileiro, sem que isso configure uma cisão ilegítima dos direitos inerentes à ação, nos termos atualmente estabelecidos pelo art. 28 da LSA.

preferência pelo penhor ou pela alienação fiduciária de ações, com ou sem extensão dessas garantias também para os dividendos delas resultantes²⁰, talvez pela maior amplitude de proteção ao credor e também pela sua melhor assimilação nas transações comerciais e na doutrina jurídica.

Seja qual for a razão para a provável maior utilização das ações como objeto de garantia, em contraposição ao direito aos dividendos, não se pode deixar de atentar para o fato de que o mercado parece paulatinamente lançar mão da cessão fiduciária do direito aos dividendos como forma de garantir as relações financeiras assumidas pelos acionistas titulares das respectivas ações. Três exemplos bastante importantes foram apresentados ao mercado brasileiro (i) pela Companhia Brasileira de Energia²¹, (ii) pela Ecorodovias

²⁰ Conforme destaca Mauro Bardawil Penteado, o penhor de ações não contempla de forma automática os dividendos delas decorrentes, não seguindo, consequentemente, as disposições estabelecidas nos arts. 1.433, V, 1.435, III, e 1.459, IV, do CCBra, que disciplinam serem os frutos do bem empenhado de propriedade do credor. Pelo disposto no art. 205 da LSA, os dividendos devem ser pagos à pessoa que constar, no ato da sua distribuição, como proprietária ou usufrutuária da ação. Dessa forma, não seria possível conceber os dividendos distribuídos como sendo de titularidade do credor pignoratício, exceto quando estes fossem atribuídos ao referido credor, por expressa determinação contratual, passando a compor o objeto da garantia. Uma visão diferente da acima exposta apenas seria possível se a LSA tivesse expressamente disciplinado de forma diversa a questão do direito do credor pignoratício de receber dividendos decorrentes das ações que lhe foram dadas em garantia (cf. PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações no Direito Brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2007. pp. 187-192). No caso da alienação fiduciária em garantia das ações ocorre a mesma situação: os frutos (dividendos) decorrentes da ação pertencem ao acionista (devedor). Embora exista na alienação fiduciária em garantia a transferência de titularidade sobre a ação, e a redação do art. 205 da LSA, por se referir simplesmente a 'proprietário', possa permitir a interpretação de que tal referência contempla não apenas o proprietário pleno, mas também o proprietário fiduciário em garantia – o que levaria à conclusão de que o direito ao dividendo (enquanto crédito) é de titularidade do credor fiduciário, e não do acionista (devedor) –, é imperativo se observar que a propriedade do credor é meramente fiduciária, com fins de garantia, razão pela qual não será ele, direta e automaticamente, considerado o titular dos dividendos. Dessa forma, no que diz respeito aos dividendos de ações alienadas fiduciariamente, é preciso distinguir entre dois momentos: o antes e o após o vencimento da dívida. Assim, enquanto não vencida a dívida, os dividendos pagos pela companhia são do acionista (fiduciante). No entanto, após o vencimento da dívida, e estando esta inadimplida, pode o credor então, até a venda definitiva das ações, receber os dividendos em seu único e exclusivo proveito, utilizando os recursos assim recebidos para a amortização do saldo devedor da dívida, e entregando a eventual quantia remanescente ao próprio acionista (fiduciante) (cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 133).

²¹ A Companhia Brasileira de Energia celebrou contrato de cessão fiduciária de direitos creditórios sobre fluxo de dividendos e de juros sobre capital próprio e outras avenças, no qual, em conjunto com suas sócias em determinadas companhias (que assinaram o contrato na condição de intervenientes-anuentes), cederam fiduciariamente o fluxo de dividendos (portanto, o crédito futuro) a seus credores (debenturistas). Neste caso, ao que tudo indica, ao menos na forma da descrição do objeto dado em garantia (que é fator importante, mas não essencial para a configuração do objeto da garantia real), ter-se-ia optado pelo dividendo na sua condição de crédito (futuro) - razão pela qual o contrato apenas teria eficácia quando do surgimento do referido crédito - e não pelo direito ao dividendo enquanto direito expectativo inerente ao *status socii* – hipótese em que, conforme será analisado neste trabalho, o direito real aperfeiçoar-se-ia desde logo e garantiria ao seu titular (credor fiduciário) a capacidade de exercer certos direitos de voto na companhia, em linha de interpretação sistêmica com o disposto no art. 113, parágrafo único, da LSA.

Concessões e Serviços S.A.²² e (iii) pela TPI Triunfo Participações S.A.²³. Todas essas companhias cederam em garantia, no contexto de suas respectivas relações financeiras, direitos provenientes do fluxo de dividendos a serem distribuídos por sociedades nas quais detêm participações relevantes. A partir das informações disponibilizadas em relação a esses contratos e também da leitura de seus termos e condições (neste último caso, apenas em relação ao contrato firmado pela Companhia Brasileira de Energia), as cessões fiduciárias realizadas parecem ter sido feitas sobre o dividendo enquanto *crédito*, ou, mais precisamente, sobre o fluxo futuro de receitas geradas a partir da titularidade sobre as ações. Dessa forma, o bem dado em garantia seria de natureza futura, hipótese em que a garantia de caráter real somente passaria a existir no momento em que houvesse apuração de lucro e deliberação social determinando o pagamento de dividendos aos acionistas (credores). Ou seja, quando passasse a existir o *crédito de dividendo*. Até que tal fato ocorresse, teríamos que o contrato de cessão fiduciária seria válido, porém ineficaz em sua função constitutiva e translativa de direito real, devido à inexistência do crédito (direito) sobre o qual recai. Justamente por essa razão, não parecem ter sido atribuídos aos credores, no âmbito dos contratos celebrados por essas companhias, quaisquer direitos políticos (tais como, aprovar o percentual do lucro distribuível a ser efetivamente pago a título de dividendos), hipótese que parece ser possível quando o objeto da cessão for o direito ao dividendo na sua condição de direito expectativo (ou eventual) – inerente à posição social e decorrente do direito aos lucros sociais (embora sem com ele se confundir).

Independentemente do perfil (crédito ou direito expectativo), fato é que a cessão fiduciária do direito aos dividendos já é uma realidade nas práticas comerciais brasileiras, o que legitima, *per se*, o seu estudo e reflexão. No entanto, além da simples constatação de seu uso nas transações de mercado, o estudo da cessão fiduciária do direito do acionista aos

²² A Ecorodovias Concessões e Serviços S.A. cedeu em garantia direitos provenientes de dividendos no contexto de sua emissão pública de debêntures, conforme bem elucida a seguinte passagem do Anúncio de Encerramento de Distribuição Pública de Debêntures publicado pela companhia: “*Comunicam o encerramento da distribuição pública (a “Oferta” ou a “Emissão”) de 600.000 (seiscentas mil) debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia real de alienação fiduciária de ações, cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de dividendos e juros sobre capital próprio, e garantia adicional fidejussória, em 3 séries, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00 (um mil reais) na data de emissão, qual seja, 15 de novembro de 2009, da Primeira Emissão da Ecorodovias Concessões e Serviços S.A.*” (Destaque nosso).

²³ A TPI – Triunfo Participações e Investimentos S.A. anunciou em seu formulário de referência de 2012, na seção 4.1 (Fatores de Risco), que parte significativa das receitas de alguns dos negócios de suas controladas foram dadas em garantia, sendo tais garantias formadas por: “*cessão fiduciária de recebíveis; cessão de direitos provenientes de eventual indenização do poder concedente nos contratos de concessão; cessão fiduciária proveniente dos dividendos, juros sobre capital próprio e quaisquer outras distribuições declaradas ou pagas e cessão fiduciária da totalidade dos direitos creditórios atuais e futuros provenientes de recebíveis de contratos financeiros celebrados no curso normal de seus negócios.*” (Destaque nosso).

dividendos também se justifica em razão das inúmeras hipóteses em que a sua constituição pode vir a ser necessária ou desejável quando comparada a outros tipos de garantia. Basta verificar algumas realidades do mercado nacional e inovações do sistema jurídico brasileiro para se identificar exemplos em que o uso do direito aos dividendos (desvinculado e destacado das ações das quais decorrem) como objeto de uma determinada garantia poderia se justificar.

O primeiro exemplo nesse sentido pode ser encontrado nos já referidos modelos de Financiamento de Projetos²⁴. Empreendimentos financiados sob de acordo com essa estrutura podem constituir em benefício de seus financiadores garantias reais fiduciárias sobre os bens ou direitos creditórios (comumente chamados de *recebíveis*) oriundos do próprio projeto²⁵, o que, juntamente com outras garantias importantes (tal como o penhor de ações sobre a SPE exploradora do empreendimento), viabilizam, sem necessidade de recorrer a fatores externos e alheios ao próprio projeto, o pacote de garantias necessário para a sua realização. Não obstante, em virtude das características inerentes aos projetos e dos riscos econômicos a eles associados, é comum que os financiadores exijam dos empreendedores, adicionalmente às garantias atreladas aos bens do projeto em si, garantias a ele não vinculadas²⁶, a fim de promover a diversificação de riscos. Nesses casos, a alternativa quase sempre utilizada é a prestação de uma fiança ou a constituição de uma garantia corporativa similar outorgada pelos acionistas da SPE, através das quais referidos acionistas se comprometem a aportar os recursos necessários para cumprir com as restrições de crédito e os riscos estipulados pelos financiadores.

Essa exigência de garantia adicional, além de descaracterizar o modelo do Financiamento de Projetos puro (*Project Finance Non-recourse*, realizado sem recursos e garantias dos acionistas ou dos idealizadores do projeto), ainda gera o inconveniente de impactar de forma negativa os índices de crédito desses acionistas, reduzindo, consequentemente, a capacidade de investirem em outros projetos relevantes no contexto de seus programas de negócios. É justamente nesse cenário que desperta interesse o estudo por

²⁴ Cf. Nota de Rodapé nº 05 do Capítulo Introdutório, Seção II.1.

²⁵ Entre os principais direitos creditórios oriundos de um típico Financiamento de Projetos estão, a título meramente exemplificativo e não exaustivo, as receitas de contratos com clientes e a contraprestação pública, no caso em que a projeto em questão se destina a viabilizar a prestação de serviços públicos, precedida de realizações de obras públicas (PPP).

²⁶ Tais modalidades de Financiamento de Projetos são conhecidas como *Full-Recourse* ou *Limited Recourse*, a depender do nível de comprometimento e garantias que o financiador exige dos acionistas (patrocinadores) do projeto.

novas estruturas de garantias que, além de se revelarem juridicamente viáveis, sirvam como alternativa econômica importante na tentativa de desonerar o máximo possível os empreendedores do projeto.

Sob essa ótica, a opção pela cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos (ao menos em um dos seus possíveis perfis, conforme será discutido ao longo deste trabalho) pode trazer impactos relevantes no mercado de financiamentos, especialmente quando inserida em um contexto de garantias cruzadas entre os diferentes projetos de um mesmo empreendedor. Explica-se: normalmente, observa-se que a maior parte dos idealizadores de projetos de infraestrutura no Brasil são empresas ou grupos econômicos que participam não apenas de um, mas de vários empreendimentos. Muitos desses investidores foram inclusive os pioneiros desse tipo de estrutura empresarial, em que se constitui uma SPE para empreender um projeto específico e se cria em torno dela todos os vínculos jurídicos necessários (incluindo os financiamentos) para que o projeto possa ser desenvolvido de forma segregada das demais atividades empreendidas por seus idealizados (os acionistas). Sendo assim, é natural que atualmente muitos empreendedores de novos projetos (e, conseqüentemente, demandantes de novos financiamentos) já detenham participação em uma SPE cujo projeto esteja maduro e gerando lucros para seus acionistas. Esses lucros ou rendimentos, que na maioria das vezes se materializam mediante a distribuição de dividendos (embora possam ocorrer também na forma de juros sobre capital próprio²⁷), poderiam ser perfeitamente aproveitados para garantir os financiamentos necessários para os novos empreendimentos planejados por estes mesmos acionistas, sem que houvesse a necessidade de lhes exigir uma fiança corporativa capaz de afetar a sua capacidade de alavancagem financeira ou expor todo o seu patrimônio aos riscos do empreendimento. Afinal, a garantia sobre um fluxo financeiro oriundo de um projeto sólido e lucrativo é uma das mais seguras modalidades de garantia que um financiador pode esperar obter, além de se configurar (a depender das especificações do seu objeto e da forma como é constituída) como uma garantia de natureza real, em contraposição à garantia fidejussória (tal como a tradicional fiança corporativa, por exemplo), o que traz vantagens consideráveis em um cenário de falência do empreendedor²⁸.

²⁷ Os Juros sobre Capital Próprio (além do próprio reinvestimento do capital nas atividades sociais) seriam outra forma de viabilizar a distribuição de lucros aos acionistas, no contexto brasileiro. No entanto, por sua existência estar vinculada essencialmente a fatores fiscais, não se vê a necessidade de tratá-los de forma segregada no presente trabalho.

²⁸ De acordo com o art. 83 da Lei de Falência e Recuperação, os credores que forem titulares de garantia real preferem todos os demais credores do falido, exceto aqueles derivados de relações trabalhistas até 150 (cento

Mas como tornar possível um projeto garantir outro (admitindo-se que sejam idealizados e administrados pelos mesmos investidores) sem que a estrutura de financiamento da SPE do projeto já maduro e estruturado não seja demasiadamente afetada, a ponto de ser influenciada com fatores externos que aumentem os riscos para seus respectivos financiadores e demais terceiros envolvidos?

Uma possível solução é justamente a constituição de uma modalidade de garantia real (titularidade fiduciária) sobre os direitos que o acionista obtém como *resultado final* desse projeto. Ou seja, sobre o bem que já foi efetivamente liberado (ou aqueles que poderão vir a ser liberados) ao empreendedor, após os financiadores do referido projeto terem sido plenamente satisfeitos com as garantias específicas a eles concedidas. Evidentemente, o único bem que cumpre esse requisito é o rendimento societário, entre os quais o dividendo é a forma mais evidente deles (os demais seriam os juros sobre capital próprio e a própria valorização das ações), auferido pelo acionista da SPE que fora constituída para estruturar em torno de si as condições necessárias ao desenvolvimento do projeto.

O *dividendo* (distribuído ou por deliberar) é de titularidade do *acionista*. Ademais, por ser o *resultado (lucro)* da atividade econômica empreendida pela sociedade na qual o acionista participa, passa a estar desvinculado dela e, por consequência, do financiamento a ela relacionado. Isso garante a manutenção do *status quo* do financiamento concedido ao projeto mais maduro e evoluído, sem criar ingerências indesejáveis do financiador do novo projeto (tal como ocorreria se, em seu favor, fosse constituído um penhor ou uma alienação fiduciária sobre as ações da SPE do projeto maduro e lucrativo), ao mesmo tempo em que reduz a necessidade de garantias corporativas no novo projeto. Esse mesmo resultado, que leva em conta interesses de credores, devedores e suas respectivas partes relacionadas, também seria possível se o bem objeto de cessão fiduciária fosse o dividendo enquanto direito expectativo, pois, nesse caso, apesar de existirem poderes políticos que poderiam ser utilizados e atribuídos aos credores, tais poderes precisariam ser (conforme se buscará demonstrar ao longo deste trabalho) significativamente limitados à estrutura da distribuição dos lucros sociais (e não em qualquer matéria na qual o acionista – enquanto titular do *status socii* em sua completude – teria direito a votar, tal como seria possível se a garantia recaísse

e cinquenta) salários mínimos. Por isso, são largamente preferidas em relações complexas de financiamento. Os credores garantidos com garantias fidejussórias (obrigacionais) são qualificados como quirografários, sujeitando-se aos efeitos da recuperação judicial e a uma fila maior para o recebimento do crédito em processo falimentar.

sobre as ações²⁹). Dessa forma, o nível de influência e de eventual controle externo em relação à SPE seria significativamente reduzido.

Outro exemplo de situação econômica na qual a titularidade fiduciária – ou mesmo o penhor – do direito aos dividendos poderia ser utilizada(o) como importante alternativa de garantia está no contexto de empreendedores que não podem constituir gravames sobre suas ações porque estão vedados expressamente por acordos de acionistas, contratos de direito público (concessão ou permissão de serviços públicos) ou mesmo por expressa determinação legal. Nesses casos, os dividendos decorrentes das ações, se cedidos fiduciariamente ou gravados com outra garantia real em favor de um terceiro, não poderiam ser questionados pelos demais acionistas ou tidos como contrários ao contrato administrativo e/ou à lei, já que não prejudicariam o exercício pleno da titularidade sobre as ações em si mesmas. O mesmo já não ocorreria no caso de um efetivo penhor ou alienação fiduciária sobre as ações, em que não só o poder externo de ingerência do credor sobre os negócios da companhia seria potencialmente maior, e de efeitos mais sensíveis aos demais acionistas, especialmente no caso de o devedor ser o acionista controlador da companhia³⁰, como ainda poderia resultar em uma efetiva transferência das ações a um terceiro, no caso de a venda destas ações se tornar necessária para fins de excussão da garantia. A constituição de uma garantia real apenas sobre os direitos aos dividendos, por mais protetiva que seja aos interesses dos credores, jamais viabilizaria a entrada de um terceiro estranho na sociedade, não havendo motivos, portanto, para estender os efeitos das restrições legais ou contratuais eventualmente

²⁹ Embora o art. 113 da LSA preveja a necessidade de que os contratos constituidores do penhor ou de alienação fiduciária de ações estabeleçam as matérias em relação às quais os credores poderão legitimamente vetar, no caso do primeiro (penhor), ou efetivamente votar, no caso do segundo (propriedade fiduciária), influenciando, portanto, a forma como o acionista devedor deverá manifestar o voto nas assembleias gerais da companhia, não impõe qualquer limitação quanto à escolha dessas matérias. Dessa forma, uma vez previstas as matérias no contrato, o credor estará legitimado a influenciar a decisão do acionista, sendo sua manifestação necessária para a eficácia do voto perante a companhia.

³⁰ Como evidência da influência externa dos credores sobre o controle da companhia, a partir das prerrogativas contratuais existentes nos instrumentos de garantia a eles outorgados, vale a sempre importante lição de Fábio Konder Comparato: “São, por exemplo, frequentes os contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia do seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle. A lei brasileira, ao contrário da italiana (Código Civil italiano de 1942, art. 2.352), não suprime o direito de voto do acionista caucionante, mas admite que se possa estipular, no contrato, que o acionista não poderá, sem o consentimento do credor caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações” (Lei nº. 6.404, art. 113). Tais deliberações, geralmente, dizem respeito à alienação ou oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado. Nada impede, porém, que as partes estipulem várias outras hipóteses de voto vinculado, notadamente quanto à eleição dos administradores e fiscais, à emissão de empréstimos debenturísticos, ou à mudança do objeto social. O credor caucionário pode, assim, tal a extensão e o alcance das estipulações de voto do contrato de caução, assumir posição predominante na sociedade, como autêntico controlador.” (COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 91).

existentes – cuja finalidade é justamente impedir a influência externa relevante de um terceiro na companhia – também às onerações reais sobre os rendimentos societários.

Em um terceiro exemplo, a cessão fiduciária dos direitos aos dividendos poderia ser plenamente utilizada ainda como garantia de mútuos comuns concedidos a pessoas físicas ou mesmo a pessoas jurídicas (fora de uma modelagem de Financiamento de Projetos), que detêm como parte relevante de seus ativos ações de companhias abertas ou fechadas. É inegável o aumento crescente do interesse do público investidor em geral pelo mercado de ações e, em especial, por companhias com uma sólida política de distribuição de dividendos³¹. A tendência é que, portanto, os dividendos se tornem uma fonte cada vez mais importante de rendimentos e receitas para esse grupo de investidores, da mesma forma que já são no contexto das sociedades *holdings* que controlam um grande número de companhias (grupo econômico) e delas recebem suas principais receitas, passando os dividendos a serem vistos também como um ativo importante para fins de garantia. Ademais, por representarem (ou resultarem em) um crédito, apresentam a vantagem de ter grande liquidez e facilidade no processo de excussão da garantia, o que nem sempre se observa com os ativos infungíveis ou não creditórios, em relação aos quais a lei exige um leilão judicial ou extrajudicial para a formalização de sua venda e, conseqüentemente, o levantamento dos recursos que serão destinados ao pagamento do credor.

Por fim, mas não menos importante, há ainda uma relativamente recente inovação no Direito administrativo brasileiro que pode vir a fomentar consideravelmente a utilização do dividendo como forma de garantia. Trata-se da Parceria Público-Privada (PPP), conforme instituída, a partir de 2005, com a promulgação da Lei de PPPs. A PPP é essencialmente uma forma de delegação (i) de serviços públicos ou de obras públicas – no caso da chamada *concessão patrocinada*, na qual, em complemento à tarifa cobrada diretamente dos usuários dos serviços, o poder concedente ainda efetua o pagamento de uma contraprestação pecuniária ao parceiro privado – ou (ii) da prestação de serviços de que a Administração Pública seja usuária direta ou indireta (o que também pode corresponder a serviço público) – no caso da chamada *concessão administrativa*, na qual a remuneração do empreendedor

³¹ A esse respeito, importante destaque deve ser dado aos novos fundos de investimento criados por bancos de varejo, cujo foco é estritamente o investimento em ações que proporcionem alto retorno em dividendos <vide <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u110362.shtml>, acessado em 15 de junho de 2013>. A busca crescente desse tipo de investimento evidencia uma tendência de aumento significativo de acionistas e investidores interessados em dividendos, o que deverá fortalecer, no médio e longo prazo, a política das companhias em relação à distribuição de lucros, e criará um ambiente de mercado que passará a aceitar esse bem (o dividendo) como instrumento de garantia, nos mais diversos cenários financeiros nos quais seus acionistas estejam envolvidos.

privado é feita exclusivamente mediante a contraprestação pública.

Apesar das inúmeras particularidades que marcam o regime jurídico das PPPs, para os fins deste trabalho interessa observar em particular que, tanto na concessão patrocinada, quanto na concessão administrativa, o parceiro privado da PPP terá como uma de suas principais obrigações a realização de vultosos investimentos, necessários à plena viabilização da execução das obras públicas que normalmente (mas não obrigatoriamente) precedem a prestação do serviço concedido em si. Para tanto, o legislador brasileiro buscou estabelecer na Lei de PPPs não apenas formas de viabilizar o compartilhamento de riscos e os ganhos econômicos entre o poder concedente e o parceiro privado, como também viabilizar garantias que possam ser concedidas ao particular com a finalidade de incentivar e tornar comercialmente viável a prestação dos serviços.

As garantias prestadas no âmbito de uma PPP são essenciais tanto para a estruturação do financiamento a ser levantado pelo particular junto a instituições financeiras públicas ou privadas, visando a execução da obra necessária à prestação dos serviços, quanto para a certeza dada ao particular no sentido de que a prestação pública devida será efetivamente paga³². O art. 8º da Lei de PPPs apresenta um rol exemplificativo (e, portanto, não exaustivo) dos tipos de garantias que o Estado poderia conceder, mediante lei e demais atos administrativos específicos. Dentre as garantias possíveis, estão aquelas prestadas *por fundo garantidor ou empresa estatal criada para essa finalidade* (inciso IV do art. 8º), bem como aquelas estabelecidas em *outros mecanismos admitidos em lei* (inciso V do art. 8º).

Ora, desses dispositivos é possível concluir ser viável a criação de uma empresa estatal³³ que possa servir aos propósitos de uma PPP, prestando as garantias que se julgarem

³² Cf. Maurício Portugal Ribeiro e Lucas Navarro Prado: “*Em contratos de PPP as garantias têm fundamental importância. Em face das instabilidades políticas que grassaram na história recente do país, não é razoável crer que os parceiros privados estariam dispostos a assumir obrigações de longo prazo sem que as obrigações pecuniárias da Administração estivessem garantidas (ao menos parte delas). (...) No atual cenário, a submissão dos créditos oriundos de contratos de PPP ao regime dos precatórios desestimula – e não, mesmo, inviabiliza – a assunção de obrigações de longo prazo por parte dos parceiros privados respaldados em pagamentos futuros a serem realizados pela Administração. Isso se torna ainda mais evidente quando se contextualiza o projeto numa lógica de project finance, na qual o regular fluxo de pagamentos é fundamental para o sucesso do empreendimento.*” (RIBEIRO, Maurício Portugal; e PRADO, Lucas Navarro. *Comentários à Lei de PPP – Parceira Público-Privada. Fundamentos Econômicos e Jurídicos*. 1ª Edição. 2ª Tiragem. São Paulo: Malheiros, 2007. pp. 205-206).

³³ Já são bastante comuns as Empresas Públicas que assumem a função prevista na Lei de PPPs e ainda desenvolvem atividades econômicas adicionais, visando sempre o fomento e o desenvolvimento sustentável da economia da região onde atuam. Apenas a título de exemplo, vale citar: (i) a Agência de Fomento do Paraná S.A., (ii) a Desenhavia – Agência de Fomento do Estado da Bahia S/A e (iii) a Cia. de Desenvolvimento Econômico de Minas Gerais. Cada uma delas, dentro de seus respectivos Estados, buscam viabilizar a estrutura financeira necessária para que empresas e investidores privados possam promover seus negócios e acelerar o processo de crescimento da economia local.

pertinentes a cada projeto e, ao mesmo tempo, empreender outras atividades de fomento que visem o desenvolvimento econômico da região onde atuam, incluindo (i) concessões de financiamentos a particulares e (ii) participações minoritárias em sociedades privadas, como maneira de viabilizar os empreendimentos considerados relevantes para a região. Dessa forma, teríamos as condições propícias para que os dividendos auferidos por essa empresa estatal a partir das participações minoritárias que viesse a deter em outras sociedades – como decorrência natural da realização das suas atividades – fossem também incluídos no pacote de bens e direitos a serem concedidos em garantia aos empreendedores das PPPs. É claro que as próprias ações de emissão das companhias que recebem o investimento minoritário da empresa estatal poderiam ser dadas em garantia ao parceiro privado. No entanto, a opção pela garantia atrelada apenas ao direito aos dividendos (não extensíveis às ações da empresa investida) poderia fazer mais sentido à empresa estatal, já que não a sujeitaria à eventual perda (motivada pela excussão das respectivas garantias diante do inadimplemento do poder concedente da PPP) da titularidade sobre as ações da empresa investida, garantindo-se, assim, a continuidade da política de fomento realizada pela empresa pública.

Adicionalmente, a Lei de PPPs passou a permitir também que, no contexto de uma PPP, o próprio Poder Público constituísse, por meio de um fundo garantidor ou diretamente³⁴, garantias reais em benefício do parceiro privado ou do financiador indicado por referido parceiro. Para tanto, essas garantias de caráter real deverão, necessariamente, recair sobre bens dominicais (art. 99, inciso III, do CCBra) dos Municípios, dos Estados e da União Federal – por serem os únicos aptos a serem destinados ao fundo garantidor e/ou a servirem de objeto de uma garantia real – ou sobre direitos de crédito (receitas orçamentárias) cuja destinação ou vinculação a um fim específico não seja legalmente vedada em lei (por exemplo, não esteja fora dos parâmetros estabelecidos na Lei de Responsabilidade Fiscal) ou na Constituição Federal de 1988 (como no caso das receitas decorrentes de impostos em geral).

Nesse cenário, caso o Poder Público, por meio de um fundo garantidor ou diretamente, desejasse implementar uma garantia real (penhor ou alienação fiduciária) sobre ações emitidas por empresas estatais ou sociedades de economia mista, haveria uma

³⁴ A concessão direta de garantias reais pelo Estado, e não por meio de uma empresa pública ou fundo garantidor, é permitida, nos termos do art. 163, III, da Constituição Federal de 1988, sem que isso represente um necessário confronto com o regime dos precatórios, previsto no art. 100 do mesmo diploma constitucional. Para tanto, contudo, seria preciso uma lei complementar específica autorizando a constituição da garantia, recaindo esta, necessariamente, sobre bens públicos dominicais.

impossibilidade jurídica relevante. Afinal, diante de uma eventual excussão da garantia por parte do parceiro privado, seria necessário que o poder concedente alterasse a lei instituidora da referida empresa ou sociedade de economia mista, de forma a permitir que o particular adquirente das ações no leilão judicial ou extrajudicial pudesse assumir o seu controle acionário. Sem tal alteração legislativa, a garantia concedida se tornaria absolutamente vazia, visto que o credor ficaria desguarnecido de uma condição básica para poder viabilizar a excussão da garantia real concedida. No entanto, em alguns casos, sequer uma lei poderia resolver o problema adequadamente, pois, se a sociedade de economia mista ou a empresa pública em questão é prestadora de um serviço público, a assunção de suas atividades por um particular precisaria ocorrer, necessariamente, através de concessão ou permissão, precedida de prévia licitação, conforme bem determina o art. 175 da Constituição Federal de 1988, e jamais por meio da excussão de uma garantia real (ainda que prevista em lei e concedida no contexto de uma PPP), tal como ocorreria no caso de um penhor ou alienação fiduciária sobre as ações de empresas públicas ou sociedades de economia mista.

As dificuldades apontadas acima não se verificam, contudo, no cenário em que o Poder Público constituísse uma garantia real sobre os direitos aos dividendos³⁵ decorrentes de sua posição de acionista em empresas públicas ou sociedades de economia mista³⁶. E as razões são fáceis de serem percebidas. Primeiramente, o objeto da garantia real seria um direito patrimonial autônomo e decorrente da ação, cuja excussão privaria o Poder Público apenas de uma parcela da receita do seu orçamento (receita esta que não está, em princípio, sujeita a limitações de ordem legal ou constitucional), razão pela qual nenhuma alteração legislativa ou constitucional posterior seria requerida. Além disso, tal garantia não permitiria uma influência relevante dos credores no exercício do controle relativo a essas empresas

³⁵ O perfil mais adequado desse direito (crédito ou direito expectativo) será visto ao longo deste trabalho.

³⁶ Nesse sentido, cabe destacar a recente notícia vinculada pelo Jornal Valor Econômico, de 21 de julho de 2014, intitulada “*Cresce importância de dividendos para meta fiscal*” <vide <http://www.valor.com.br/brasil/3619738/cresce-importancia-de-dividendos-para-meta-fiscal>, acessado em 03 de agosto de 2014>, no qual destaca-se o grande volume de receitas auferidas pelo governo federal a partir dos dividendos recebidos da Petrobrás, BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, bem como a relevância da sua utilização para fins de composição do orçamento. Esses recursos são, sem dúvida, fonte importante de garantia que o poder público pode prestar no contexto de PPPs ou mesmo de outros tipos de projetos. Não sem razão, o Governo do Estado do Paraná, com base no disposto na Lei Estadual nº 17.046, de 11 de janeiro de 2012, editou o Decreto nº 12.283, de 25 de setembro de 2014, no qual determinou a criação do fundo garantidor de PPPs do Estado do Paraná. Nos termos do arts. 9, I, e 13, II, do referido Decreto, esse fundo terá como uma de suas principais fontes de recursos os dividendos recebidos pelo Estado do Paraná em decorrência de suas participações societárias na Companhia Paranaense de Energia – Copel e na Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar, os quais, por sua vez, poderão ser cedidos fiduciariamente em garantia a cada um dos respectivos parceiros privados que venham a celebrar contratos de concessão no âmbito do Programa de Parcerias Público-Privadas do Paraná.

públicas ou sociedades de economia mista, assegurando, portanto, a inexistência de decisões que pudessem ser contrárias ao interesse público (aqui entendidas, pragmaticamente, como sendo quaisquer decisões em relação às quais o Poder Público, se pudesse decidi-las de forma independente, optaria por adotar outras diretrizes), vez que as prerrogativas de voto desse credor, se existentes, seriam necessariamente bastante limitadas. Por fim, o próprio processo de execução seria substancialmente facilitado, pois, por se tratar de um direito cuja natureza é ou será um crédito (presente ou eventual), dispensável seria o leilão judicial ou extrajudicial instaurado com a finalidade de cedê-lo a um terceiro, podendo o próprio credor ficar com os valores resultantes dos créditos dados em garantia.

A constituição de garantias reais pelo Poder Público, via fundos garantidores, empresas públicas ou diretamente, em benefício dos particulares, tendo por objeto o direito aos dividendos decorrentes de uma empresa pública ou sociedade de economia mista, teria também a vantagem, comparativamente a outras formas de garantia previstas na Lei de PPPs, de poder ser extinta pelo Poder Público apenas mediante desapropriação, que é o meio legítimo para a intervenção do Estado na propriedade³⁷ privada. Dessa forma, a desconstituição de uma garantia dessa natureza exigiria prévia e justa indenização, o que não aconteceria, como regra, em outros tipos de estruturas de garantia tradicionalmente concebidas em projetos de PPP. Nesses últimos casos, restaria ao particular apenas o direito de pleitear o reequilíbrio econômico financeiro do contrato da PPP em questão, mas sempre de forma posterior à desconstituição da garantia em si pelo Poder Público.

Como é possível verificar a partir desta rápida incursão pelas evidências empíricas e pelos institutos jurídicos já consagrados no Direito brasileiro, o estudo analítico e crítico da cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos já é uma necessidade bastante presente no atual contexto jurídico e econômico. Ademais, a potencial disseminação do uso da cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos como forma de constituição de garantia real às relações econômicas cotidianas possivelmente suscitará questionamentos jurídicos relevantes. Primeiro, sobre sua licitude. Posteriormente, sobre a possibilidade e os limites da influência do credor no processo decisório que tenha por objeto deliberativo a

³⁷ O conceito de propriedade (conforme aqui empregado) pode significar, *latu senso*, tanto os direitos de propriedade propriamente ditos, quanto os direitos reais limitados, inclusive aqueles prestados para fins de garantia. Da mesma forma, pode contemplar também a titularidade sobre direitos patrimoniais em geral. Nesse sentido, Marçal Justen Filho bem destaca que “*desapropriação é um ato unilateral que produz a extinção da propriedade sobre um bem ou direito e a aquisição do domínio sobre ele pela entidade expropriante, mediante indenização justa.*” (Destaque nosso) (JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 5ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 614).

distribuição do lucro social apurado no balanço do exercício.

Parte da função do presente trabalho será tentar se antecipar a esses problemas e oferecer critérios juridicamente possíveis e economicamente sustentáveis para suas soluções.

II.2. Apresentação da Estrutura do Trabalho e Principais Questões

Além do interesse econômico evidente, a cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos desperta também inúmeros problemas jurídicos que não podem deixar de ser devidamente endereçados quando se tem a intenção de empreender uma análise ampla e crítica do instituto.

Muitos desses problemas serão apresentados apenas nos momentos em que os contextos específicos permitirem ou exigirem. No entanto, é importante, desde logo, deixar evidente as principais questões que circundam esta particular forma de garantia e que, conseqüentemente, acabam por determinar as reflexões, as teorias e os temas que serão abordados ao longo deste trabalho. Não seria exagero algum afirmar que tais perguntas contemplam, em essência, os elementos a partir dos quais será possível concluir o que é e como funciona a cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos no ordenamento jurídico nacional. Tê-las sempre em mente certamente ajudará na leitura e no acompanhamento da estrutura argumentativa que será aqui desenvolvida.

De forma resumida, podemos formular essas principais questões nos seguintes termos:

Questões relativas ao objeto da titularidade fiduciária

- 1) Se o dividendo, na condição de crédito que o acionista detém em relação à companhia, depende da apuração e da distribuição de lucros para ser constituído enquanto tal, como pode ser ele cedido/transferido, em momento anterior à conclusão desse processo de apuração e distribuição, de forma imediata e plenamente eficaz em benefício do credor? Em outras palavras: seria esta hipótese – de crédito de dividendo ainda não constituído (usualmente referida como “situação de dividendos não declarados”) – um caso clássico de cessão de coisa futura, cuja eficácia translativa dependeria do surgimento do crédito de dividendo para se aperfeiçoar, ou haveria, antes mesmo que qualquer lucro fosse

apurado pela companhia, algo que o acionista já pudesse ceder no momento presente, constituindo instantaneamente a garantia real em favor do credor?

- 2) Se há um direito anterior ao crédito de dividendo propriamente dito que já poderia ser cedido pelo acionista, em que medida este direito poderia ser destacado da ação e comercializado de maneira autônoma a ela, sem que isso configurasse uma violação aos princípios da integralidade e da incidibilidade da participação social (e, por consequência, da ação representativa de tal participação social), conforme previstos no art. 28 da LSA?

Questões relativas à estrutura da titularidade fiduciária

- 3) Uma vez definido o momento e a forma como as cessões fiduciárias dos direitos do acionista aos dividendos efetivam-se, o que deve ser feito então com os recursos financeiros recebidos a título de dividendos enquanto a garantia permanece em vigor, mas sem que exista, ainda, qualquer inadimplemento ou vencimento regular da dívida que justifique a retenção desses recursos pelo credor? A titularidade fiduciária constituída em favor do credor, a partir da celebração da cessão fiduciária, garante-lhe a possibilidade de se beneficiar dos recursos recebidos? Se sim, dentro de quais limitações e condições?
- 4) Em que medida seria possível conceder direitos políticos-societários ao cessionário fiduciário dos direitos do acionista aos dividendos, para que ele, de forma legítima e alinhada com seus interesses de credor, possa determinar – ou ao menos influenciar – a correta e adequadamente apuração e distribuição dos lucros sociais, dando assim plena efetividade (econômica) à sua garantia?
- 5) Na hipótese de inadimplemento da dívida garantida, pode o credor passar a deter a titularidade plena dos direitos aos dividendos que lhe foram cedidos? Haveria violação à regra da proibição do pacto comissório, conforme prevista no *caput* do art. 1.428 do CCBra?

Com a finalidade de atribuir respostas satisfatórias a essas questões, bem como outras que surgirão ao longo do percurso, o presente estudo irá realizar a análise da cessão

fiduciária dos direitos dos acionistas aos dividendos em três etapas.

A primeira (Parte I) terá o propósito de discutir as bases sobre as quais se fundamentam os dividendos e os distintos direitos a eles relacionados. Isso exigirá uma avaliação pormenorizada dos conceitos de “sociedade” e de “contrato social” no Direito privado brasileiro, bem como dos fundamentos que permitem diferenciar os “direitos aos lucros sociais” dos “direitos aos dividendos”, sem deixar de percorrer também os vários perfis que o direito aos dividendos, visto de forma mais restrita e individualizada do que o direito aos lucros sociais, pode assumir nos mais diversos contextos e negócios jurídicos.

A segunda (Parte II) tratará do contrato de cessão fiduciária – mais especificamente, de sua natureza dispositiva; translativa e constitutiva de direitos reais – e das teorias que determinam o momento no qual se verifica a sua plena eficácia, isto é, o momento em que de fato surge a titularidade fiduciária em garantia cujo objeto é o direito do acionista aos dividendos. Nesta parte, serão discutidas também as diversas formas de cessão fiduciária que podem ser celebradas à luz do Direito brasileiro.

Finalmente, na última etapa (Parte III), o produto decorrente da cessão fiduciária, ou seja, a titularidade fiduciária sobre direitos do acionista aos dividendos, será estudado nos três cenários em que essa garantia real pode estar inserida, quais sejam: (i) enquanto não regularmente vencida ou inadimplida a dívida garantida (situação de *pendente condicione*); (ii) diante do inadimplemento, relativo ou absoluto, da dívida garantida (situação de *defecta condicione*); e (iii) diante do adimplemento integral da dívida garantida (situação de *impleta condicione*). Apenas após o mapeamento preciso da posição do credor fiduciário e do devedor fiduciante nessas três distintas situações é que se poderá entender os exatos direitos e deveres que recaem a cada um deles, especialmente no que se refere às prerrogativas de voto nas companhias devedoras dos dividendos cedidos e às (eventuais) infrações ao pacto comissório.

TÍTULO III
A CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS NO DIREITO
PRIVADO BRASILEIRO

PARTE I
LUCROS, DIVIDENDOS E DIREITOS RELACIONADOS:
A DEFINIÇÃO DO OBJETO DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

CAPÍTULO I: A QUALIFICAÇÃO DA SOCIEDADE E DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA

1.1. O Contrato de Sociedade e a Organização da Atividade Lucrativa

A busca pelo lucro – ou por um adicional de produção, que possa ser posteriormente trocado por outros insumos e bens de consumo em geral – sempre esteve no cerne do desenvolvimento das coletividades humanas. Impensável conceber qualquer organização político-social, independentemente de sua época, sem que algum tipo de produção de excedente – para posterior aquisição de outros produtos e serviços – não fosse um dos principais objetivos, ou pelos menos um resultado necessário e natural, tendo em vista as características culturais, sociais e produtivas de tal coletividade¹.

Mas se o lucro ou o simples excedente de produção são elementos comuns e inerentes às transações econômicas ao longo da história, o mesmo já não pode ser afirmado em relação à forma organizativa adotada para a realização da atividade lucrativa².

¹ “Há muito tempo, já no ano 3000 a.C., existiam arranjos comerciais na Mesopotâmia que iam além do simples escambo. As famílias sumérias que comerciavam ao longo do Rio Tigres e Eufrates desenvolveram contratos que procuravam racionalizar a posse de propriedades. O templo funcionava ao mesmo tempo como banco e como servidor estatal.” (MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. *A Companhia: Breve História de uma Idéia Revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003. p. 29).

² Neste ponto, é preciso fazer algumas distinções conceituais relevantes. Conforme leciona Tullio Ascarelli, “a atividade não significa ato, mas uma série de atos coordenáveis entre si, em função de uma finalidade comum. O termo “ato”, ao invés de ser tomado em seu alcance jurídico técnico, deve ser nesse particular entendido, ao menos para as pessoas físicas, como equivalente a “negócio” (no sentido vulgar), por sua vez resultante de um ou mais atos jurídicos, dado que, para as pessoas físicas, é uma pluralidade de “negócios”, e não puramente de “atos”, que pode se apresentar como coordenada a uma “atividade” e, por isso, elemento integrante desta.” (Destaques nossos) (ASCARELLI, Tullio. “O Empresário” (do Corso de Diritto Commerciale, 1962). Tradução de Fábio Konder Comparato. RDM 109/193. São Paulo: Malheiros Editores, 1998. p. 183). Nesse sentido, a atividade lucrativa (ou econômica, para utilizarmos a expressão empregada no art. 2.082 do Código Civil italiano, posteriormente também adotada pelos arts. 966 e 981 do CCBra) caracteriza-se como uma cadeia de negócios (no mesmo sentido empregado por Tullio Ascarelli no trecho acima) relacionados e coordenados entre si, cuja finalidade essencial é viabilizar ao seu titular (o sujeito de direito dos vários atos jurídicos que compõem os respectivos negócios coordenados e, conseqüentemente, a atividade) lucros ou excedentes produtivos. Por essa razão, a qualidade de *empresário*, em seu perfil subjetivo (conforme delineado por ASQUINI, Alberto. “*Perfis da Empresa*”. Tradução e Notas de Fábio Konder Comparato, ‘in’ RDM, nº 104, 1997. pp. 109-126), pode ser atribuída a qualquer indivíduo ou coletividade de indivíduos que necessariamente desenvolva uma certa atividade lucrativa ou econômica, marcada tanto pela realização profissional de vários negócios lucrativos interligados (o que pressupõe uma sólida organização dos diversos fatores de produção), quanto pela assunção dos riscos a eles inerentes. Contudo, o atual CCBra adotou apenas parcialmente essa determinação. Embora a definição de empresário apresentada nos termos do art. 966 do CCBra siga as lições formuladas por Tullio Ascarelli, o CCBra, por opção legislativa, disciplina exceções à regra geral, deixando de reconhecer a qualidade de *empresário* a certos indivíduos ou coletividade de indivíduos, ainda que eles realizem atividades lucrativas ou econômicas. É o que se observa tanto nas hipóteses previstas no parágrafo único do art. 966 (apesar de, neste item, o próprio dispositivo – em sua parte final – reconhecer que, a depender do nível de organização da atividade, não se pode deixar de atribuir a qualidade de *empresário* aos profissionais ali referidos), como também nos casos das sociedades. Embora o CCBra defina a sociedade como sendo a associação finalística privada concebida para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre os sócios, dos lucros (art. 981 do CCBra), posteriormente estabelece hipóteses (art. 982,

Em alguns casos, os empreendedores podem optar por realizar seus negócios de forma absolutamente individual, contando, quando muito, apenas com o auxílio pontual de familiares e eventuais colaboradores ou empregados³. A tais empreendedores, o art. 966 do CCBra atribui a condição de empresário individual, sempre que estes realizarem as suas respectivas atividades lucrativas a partir da organização profissional dos fatores de produção e da assunção dos riscos que lhe são inerentes, sem incorrer nas situações descritas no parágrafo único do mesmo dispositivo legal. Esse empreendedor individual responderá direta ou subsidiariamente – neste último caso, apenas se existir um patrimônio especial destinado (ou afetado) especificamente aos fins econômicos pretendidos – pela totalidade das obrigações decorrentes da sua atividade, sem qualquer tipo de limitação patrimonial⁴.

Em outros casos, e são esses que despertam particular interesse para o presente estudo, a atividade lucrativa é exercida não de maneira solitária, mas sim mediante a conjugação organizada de esforços e interesses comuns de diversas pessoas (exceções feitas à EIRELI e à sociedade unipessoal, conforme regulada na LSA), vinculadas e relacionadas

parágrafo único, do CCBra) em que a forma societária será determinante para a definição da natureza jurídica da sociedade (ou seja, se será uma sociedade *simples* ou *empresária*), deixando de considerar, portanto, o fato de que todas elas empreendem atividades econômicas (Nesse sentido, vale conferir as explicações sobre o então projeto do atual CCBra feitas por MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970. pp. 142-144). Portanto, conforme empregado neste trabalho, a “atividade lucrativa ou econômica” terá como pressuposto finalístico a geração de riquezas e a distribuição de resultados, mas não, necessariamente, significará que aquele que a realiza seja, por definição legal, considerado *empresário*, razão pela qual iremos nos referir a tais sujeitos, genericamente, pelo termo “*empreendedores*”.

³ Evidentemente, esse auxílio não pode ser tão cooperativo a ponto de todos os envolvidos na atividade compartilharem um mesmo fim (objetivo), pois, se assim fosse, teríamos na realidade uma verdadeira sociedade em comum, nos termos dos arts. 988 e ss. do CCBra (cf. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013. pp. 122-123). Referido auxílio deve ser, antes de tudo, subordinado e orientado segundo os interesses determinados individualmente pelo empreendedor, assumindo este, portanto, de forma exclusiva, os riscos relativos à respectiva atividade (empresária ou não).

⁴ A exceção a essa regra decorre da EIRELI, na qual expressamente se limita a responsabilidade de seu fundador ao montante por ele integralizado a título de capital social. Essa modalidade de exercício de empresa, contudo, apesar da denominação recebida e da existência de apenas um único empreendedor, qualifica-se mais corretamente como uma verdadeira sociedade unipessoal de responsabilidade limitada, constituída a partir da manifestação de vontade da pessoa interessada em organizar, juridicamente, o exercício de sua atividade econômica através da estrutura típica de uma sociedade. As evidências da existência de uma sociedade unipessoal, a exemplo que do que já ocorre na LSA em relação às sociedades anônimas unipessoais, são evidentes: (i) o art. 980-A faz expressa menção à formação de um *capital social* (ênfase no social), com a clara finalidade de viabilizar a formação de um patrimônio autônomo (e, portanto, independente do patrimônio geral da pessoa fundadora da EIRELI); (ii) o § 1º do art. 980-A refere-se à utilização da expressão “EIRELI” após a firma ou *denominação social*; (iii) o § 3º do art. 980-A afirma ser possível a EIRELI se originar de *outra modalidade societária*; e, por fim, (iv) § 6º do art. 980-A determina a aplicação subsidiária das regras da sociedade limitada à EIRELI. Todos esses fatores parecem posicionar a EIRELI no conjunto das sociedades legalmente típicas previstas no Direito societário brasileiro. Nesse mesmo sentido, vide FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; e ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (Lei nº 12.441/2011): Anotações*. in’ *Sociedade Limitada Contemporânea* – Coord. Luís André N. de Moura Azevedo e Rodrigo R. Monteiro de Castro. São Paulo: Quartier Latin, 2013. pp. 39-78.

entre si por um negócio jurídico subjacente: o contrato de sociedade.

Embora a razão para o surgimento das sociedades enquanto um fenômeno econômico-social – ou, mais precisamente, como uma comunhão de pessoas e recursos em prol de um objetivo comum – remonte a tempos bastante longínquos da nossa história e pouco difira da realidade observada para a formação das atuais sociedades⁵, em especial das sociedades de pessoas, a discussão em torno da teoria capaz de melhor explicar a natureza jurídica da formação das sociedades (concebidas no direito romano como uma forma de *contrato*⁶), bem como o vínculo jurídico estabelecido entre os respectivos sócios (assim como entre os sócios e a sociedade), percorreu um caminho evolutivo mais tortuoso⁷. No entanto, apesar das incompatibilidades entre a estrutura da sociedade e a teoria geral dos contratos, foi a concepção contratualista que de fato acabou prevalecendo e influenciando a regulação do ordenamento societário no Direito brasileiro, ainda que com adaptações relevantes, motivadas em parte pelas próprias críticas recebidas dos defensores de outras linhas teóricas que buscaram explicar o fenômeno societário – em especial, aqueles filiados à corrente institucionalista⁸.

⁵ “*Os assírios (2000-1800 a.C.), grupo geralmente ligado à selvageria bíblica, levaram isso adiante [arranjos comerciais mais complexos do que o simples escambo]. Um documento mostra um governante assírio partilhando formalmente o poder com os anciãos, a cidade e os mercadores (ou karum, assim chamados com a palavra que significa cais, pois esse era o lugar em que se estabeleciam). Havia até mesmo um acordo de sociedade. De acordo com um desses contratos, 14 investidores contribuíam com 26 peças de ouro para um fundo gerido por um mercador chamado Amur Ishtar, que acrescentou mais quatro de seu bolso. O fundo duraria quatro anos e os mercadores recebiam um terço dos lucros, condições não diversas das de um fundo de capital numa venture moderna.*” (Acréscimo nosso) (MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. *A Companhia...*, Ob. Cit. pp. 29-30).

⁶ Cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Direito Romano*. 14ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2008. pp. 515-554.

⁷ Para uma incursão resumida dessas discussões, conferir o apanhado apresentado por COIMBRA DE SOUZA, Paloma R. *Ato Coletivo, Ato Colegial, Ato Complexo, Instituição*, ‘in’ *Direito Societário Contemporâneo – I* (obra coletiva) – Coord. Erasmo Valladão A. e N. França. São Paulo: Quartier Latin, 2009. pp. 27-40.

⁸ A corrente institucionalista defende, com algumas variações significativas, que a sociedade é antes de tudo uma instituição, que não encontra no simples consenso contratual de seus sócios o fundamento para a sua formação e muito menos para a determinação do interesse social a ser perseguido. Essa instituição seria voltada a (i) organizar as relações societárias internas e externas e (ii) a satisfazer interesses que vão além da mera vontade dos sócios, abarcando também os interesses de outros grupos que se relacionam e transacionam com a sociedade – tais como os trabalhadores, a comunidade, os investidores e os credores – e, em alguns casos, tão somente o interesse público definido pela política de Estado em um dado contexto histórico, tal como foi apresentado por Walter Rathenau e outros defensores da teoria institucionalista publicista (conhecida também como teoria da “empresa em si”). Para uma análise completa das diversas correntes teóricas institucionalistas e de suas críticas ao modelo contratualista, conferir SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª Edição, Ver. e Amp. São Paulo: Malheiros, 2011. pp. 27-52. Inegável que algumas das concepções institucionalistas, em especial a da chamada teoria institucionalista integracionista, na qual a visão da sociedade como uma organização é bastante destacada, acabaram influenciando a regulamentação do ordenamento das sociedades por ações no Direito brasileiro, determinando as bases da macroempresa. No entanto, como bem destacam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “*as macroempresas institucionalizadas representam (...) pequena porcentagem, e não se justifica definir a natureza jurídica de todas as companhias a partir das características peculiares à macroempresa.*” (LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz

Dessa forma, tanto as sociedades (art. 981 do CCBra), quanto as associações em sentido estrito (art. 53 do CCBra) – ambas compreendidas pelo gênero associações em sentido amplo, ou seja, enquanto formas de organizações finalísticas privadas –, são definidas a partir da concepção de *contrato*, visto que, nos dois casos, existe a reunião voluntária de um grupo de pessoas reciprocamente comprometidas e obrigadas a perseguir um fim comum, através de seus esforços conjuntos para o exercício de uma atividade específica. O fator que as diferencia é justamente o elemento caracterizador da finalidade (objetivo) e da atividade (objeto) inerentes a cada uma delas. Enquanto na primeira o contrato firmado impõe aos participantes o dever de contribuírem com bens ou serviços para o exercício de uma atividade necessariamente econômica (ainda que não empresária), tendo por finalidade a obtenção e a distribuição equitativa dos resultados entre os sócios, na segunda a atividade empreendida, apesar de poder contemplar elementos também econômicos, com a intenção de financiar e viabilizar o fim comum não lucrativo, jamais poderá resultar na distribuição de resultados entre os associados.

A sociedade é, portanto, nesse contexto, a forma associativa típica estruturada por empreendedores que têm o interesse de perseguir, mediante a comunhão de forças e a formação de um patrimônio especial ou autônomo⁹, um mesmo fim lucrativo, sendo o contrato firmado entre esses empreendedores a fonte *material* da comunhão de seus interesses e *formal* da estruturação das organizações internas (entre os sócios; e entre estes e a sociedade) e externas (entre a sociedade e terceiros) concebidas especificamente para o desenvolvimento da atividade econômica escolhida. Por essa razão, reveste-se o contrato de sociedade de caráter plurilateral¹⁰ ou associativo¹¹, que, uma vez celebrado, coloca cada um

Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 88).

⁹ O patrimônio social é formado pelos bens e recursos integralizados por cada um dos sócios e destina-se a viabilizar financeiramente a atividade empreendida pela sociedade. A ele é atribuído função e finalidade próprias, razão pela qual não se confunde, mesmo nos casos em que a sociedade não tem personalidade jurídica, com o patrimônio geral dos sócios. Nesse sentido, esclarecedora é a lição de Sylvio Marcondes: “*Ora, a sociedade, acordo de vontade apto a constituir direitos subjetivos, é negócio jurídico, a produzir efeitos imediatos, de caráter societário e independentes de que ela adquira, ou não, personalidade jurídica. A personificação, fenômeno, posterior, do qual a existência da sociedade é pressuposto, constitui a fonte geratriz de um novo sujeito de direito, capacitado a ser titular do patrimônio especial, que, previamente composto pelas partes separadas dos patrimônios individuais dos sócios, se desliga da titularidade destes, para transforma-se em patrimônio autônomo, objeto de nova titularidade. Mas, o dito patrimônio especial, preexistindo à personificação da sociedade, é, como tal, complexo das relações jurídicas que a atividade social tenha produzido, por isso mesmo, relações societárias, quer entre os sócios, quer destes com terceiros.*” (MARCONDES, Sylvio. *Problemas...*, Ob. Cit. p. 145).

¹⁰ Por todos, ver ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 1999. pp. 372-451.

¹¹ Por todos, ver FERRO-Luzzi, Paolo. *I Contratti Associativi*. Milão: Giuffrè, 2001.

dos sócios em uma posição jurídica bastante particular e complexa, visando a eles garantir a efetiva participação na organização da atividade lucrativa e no processo distributivo do lucro apurado. Inexistindo a finalidade lucrativa, deixa de *existir* também a própria sociedade enquanto tal, devendo-se admitir que a coletividade de pessoas reunida em prol de certo objetivo (não mais lucrativo) se transformou em (ou sempre foi, a depender do caso) outra forma de organização privada, como, por exemplo, uma associação, se verificados os pressupostos específicos desta, ou deve ser dissolvida, por impossibilidade de realização de seu objetivo (art. 1.034, II, do CCBra). O lucro é o que fundamenta a formação da sociedade, servindo de base para a celebração do contrato social e de motivo para a sua existência.

Os fundamentos da teoria do contrato plurilateral de sociedade foram bem explicados por Tullio Ascarelli, após enfrentar os problemas conceituais apresentados pelos defensores da ideia de que o vínculo societário seria decorrente de um ato jurídico complexo ou colegiado¹², e ao buscar também soluções para as incompatibilidades evidentes que as regras e princípios gerais típicos dos contratos de permuta enfrentam quando aplicados a um dito contrato de sociedade. De acordo com essa teoria, o contrato plurilateral de sociedade contempla características formais que o diferencia dos demais tipos contratuais e o qualifica como verdadeira fonte da natureza organizativa e lucrativa da sociedade.

A existência de duas ou mais partes¹³, assumindo, cada uma delas, um feixe de direitos, deveres, poderes, ônus, expectativas e sujeições – oponível e exercível não apenas em relação a uma outra parte em específico, mas, igualmente, a todas as demais – é talvez a mais relevante característica dos contratos de sociedade. A pluralidade de partes e de interesses inerentes a cada uma delas são convergidos a um único fim comum (distribuição

¹² Em relação ao ato colegial, haveria que se observar o fato de que, ao menos no momento da constituição da sociedade, existiria um consenso entre os sócios fundadores, afastando, portanto, a aplicação do princípio da maioria, que é elemento fundamental da teoria do ato colegiado. Por outro lado, o ato complexo, embora tenha o mérito de reconhecer a existência da comunhão de duas ou mais declarações de vontade em prol de um objetivo comum, deixa de lado os conflitos de interesses subjacentes à relação entre os sócios, existentes desde o momento da formação da sociedade, e que precisam ser harmonizados através do estabelecimento de um conjunto claro de direitos, obrigações, poderes e ônus. Por essa razão, segundo Tullio Ascarelli, é necessário conceber que a melhor solução para a explicação jurídica do fenômeno societário se encontra no instituto privado dos contratos, “*distinguindo-se na categoria dos contratos, uma subespécie que poder-se-ia denominar a do contrato plurilateral, levando em conta suas características formais.*” (ASCARELLI, Tullio. *Problemas* ..., Ob. Cit. p. 374).

¹³ Pluralidade de partes que não se confunde com pluralidade de indivíduos. No contrato de sociedade, cada sócio é uma parte. Nos contratos de permuta típicos (compra e venda) há apenas duas partes (comprador e vendedor), embora cada uma delas possa ser composta por inúmeros vendedores e/ou compradores. Da mesma forma que a existência de inúmeros compradores e/ou vendedores não descaracteriza o caráter bilateral do contrato de permuta, a eventual existência de apenas duas partes no contrato de sociedade não afeta a sua característica plurilateral, já que a qualquer momento mais sócios (partes) poderão a ele aderir para participar da sociedade.

dos resultados), sendo a relação jurídica entre os sócios (e entre estes e a sociedade) estruturada e coordenada de forma a se viabilizar o exercício da atividade econômica e a realização do fim comum (lucro). Por essa razão, as prerrogativas de direitos e obrigações rigidamente contrapostos, que se satisfazem instantânea e mutuamente diante do adimplemento contratual da outra parte, tão comuns aos contratos de permuta típicos, não são de fato aplicáveis aos contratos plurilaterais de sociedade. Nestes, a relação entre os sócios (e entre estes e a sociedade) se dá de forma continuada, recíproca e nem sempre de todo previsível, uma vez que os sócios precisam constantemente se adaptar às novas realidades com a intenção de realizar o fim comum por todos pretendido, enquanto naqueles os direitos e obrigações de cada parte têm um objeto típico e constante, sendo exercidos e cumpridos de forma a satisfazer os interesses individuais de seus respectivos titulares.

O contrato plurilateral de sociedade assume também uma função instrumental relevante, pois, ao invés de viabilizar (tal como no contrato de permuta) uma estrutura rígida na qual duas partes possam cumprir suas respectivas obrigações e satisfazer seus objetivos pessoais, busca, antes de tudo, constituir uma organização das relações entre as várias partes e os bens por elas contribuídos, sempre de forma a permitir o exercício da atividade econômica e a satisfação da finalidade lucrativa. Conforme bem esclarece Tullio Ascarelli, *“os contratos de permuta visam, afinal, a uma distribuição dos bens entre os diversos sujeitos de direito (...). Os contratos plurilaterais visam, ao contrário, justamente a disciplinar a utilização dos bens a que se referem.”*¹⁴. Por essa razão, o exercício de direitos e poderes seguido do respectivo cumprimento de deveres e ônus, atribuídos a cada sócio por força da celebração do contrato social, são estruturados para garantir o exercício da atividade lucrativa da sociedade.

Apesar dos avanços proporcionados pela teoria do contrato plurilateral de sociedade para a explicação do fenômeno societário, não faltaram críticas ao modelo da concepção contratual proposta por Tullio Ascarelli. Uma das vozes que se manifestou nesse sentido foi a de Paolo Ferro-Luzzi¹⁵, para quem a correta caracterização do contrato de sociedade também deve ser fundamentada a partir da sua distinção em relação ao contrato de permuta. No entanto, tal distinção deve ter por base a ótica funcional desses contratos, e não mais a percepção formal de seus elementos caracterizadores, conforme sugerido por Tullio Ascarelli. Dessa forma, a distinção relevante a ser feita entre o contrato de permuta e o

¹⁴ ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. pp. 396-397.

¹⁵ FERRO-Luzzi, Paolo. *I Contratti...*, Ob. Cit.

contrato de sociedade (que é espécie do gênero contrato associativo) está no fato de que este tem por função estruturar a criação, a modificação e a extinção de uma organização, enquanto aquele visa apenas criar, modificar e extinguir direitos subjetivos. Por organização, Ferro-Luzzi se refere à coordenação da influência recíproca entre atos, o que implica, naturalmente, no exercício de uma atividade.

Dessa forma, o elemento determinante para a caracterização do contrato associativo de sociedade não é mais o número de partes que dele participa¹⁶, a criação de direitos subjetivos aos seus membros, ou mesmo a fixação da finalidade comum, mas, simplesmente, a estruturação de uma organização que permitirá (independentemente do número de sócios participantes e do momento em que estes vierem a fazer parte da sociedade) o desenvolvimento de uma certa atividade. Não sem motivo, a concepção do contrato associativo de sociedade é a teoria jurídica que melhor explica a natureza contratual das sociedades por ações¹⁷. Afinal, os vínculos societários entre os sócios e a sociedade deixa de ser o foco principal, passando-se a dar maior destaque às várias formas de tutela dos interesses de cada um dos sócios (acionistas) dentro da organização social estruturada para empreender a atividade econômica pretendida.

O interessante da concepção da teoria do contrato associativo é que, ao trazer a

¹⁶ A partir dessa nova concepção da função contratual, Calixto Salomão Filho estrutura a fundamentação jurídica das sociedades unipessoais. Sendo o contrato de sociedade de caráter associativo, voltado à constituição de uma organização capaz de promover o exercício de uma certa atividade (entendida como a estruturação de um feixe de contratos), a questão relativa ao número de partes torna-se secundária. No caso das sociedades unipessoais, o importante é que a organização criada pelo contrato de sociedade fundamente a existência de um centro autônomo de decisões, tornando possível que a sociedade unipessoal atue de forma estrutural e procedimentalmente distinta de seu sócio (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito...*, Ob. Cit. p. 50). Não sem razão, a eventual usurpação ou abuso na utilização adequada da estrutura organizativa da sociedade, enquanto um centro autônomo de decisões e formulação de interesses, é um dos pilares que dão fundamento à desconsideração da personalidade jurídica das sociedades que são revestidas com tal atributo. Sempre que a sociedade personificada é utilizada pelos sócios da sociedade ou por seus administradores de forma a fraudar a lei ou então a desvirtuar as funções para a qual ela foi concebida (quais sejam: (i) a formação de um centro autônomo e organizado de tomada de decisões, a partir das estruturas organizacionais e funcionais internas da sociedade, e (ii) a constituição de um patrimônio autônomo, capaz de responder de forma independente pelas relações jurídicas passivas (perdas) e ativas (lucros) da sociedade (cf. apresentado por CORRÊA DE OLIVEIRA, J. Lamartine. *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979. pp. 259-260), existirá espaço para a aplicação da desconsideração da personalidade jurídica, nos termos do art. 50 do CCBra.

¹⁷ “*Todos os negócios jurídicos regulam algum tipo de sistema social, mas somente os negócios associativos, como a sociedade, criam unidades de organização social, que funcionam continuamente, e por isso são designados também de “organização”.* (...) *A organização social criada pelo contrato de sociedade é o sistema social formado pelos sócios, os membros dos órgãos sociais e os recursos a ela vinculados; na sociedade empresária, essa organização é subsistema da empresa.* (...) *Todos os tipos de sociedade têm em comum a criação de uma organização social, mas nos demais tipos essa organização é relativamente pequena.* (...) *A companhia, diferentemente, pode dar origem à empresa de grande porte (...), de escala muitas vezes maior do que a organização que resulta dos demais tipos de sociedade empresária.*” (LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. p. 40).

criação da estrutura organizacional como função primordial do contrato de sociedade, acaba-se por afastar o interesse social da noção de que a estrutura organizativa deve estar sempre voltada aos interesses exclusivos dos sócios, que seriam sintetizados, segundo a noção de finalidade comum inerente ao contrato plurilateral de sociedade proposto por Tullio Ascarelli, na obtenção da maior quantidade possível de lucros (eficiência econômica da atividade social). Dessa forma, Calixto Salomão Filho esclarece que “*não há a redução do interesse social a uma organização direcionada simplesmente a obter a eficiência econômica. O objetivo da compreensão da sociedade como organização é exatamente o melhor ordenamento dos interesses nela envolvidos e a solução dos conflitos entre eles existentes. O interesse social passa, então, a ser identificado com a estruturação e organização mais apta a solucionar os conflitos entre esse feixe de contratos e relações jurídicas.*”¹⁸. Estando o interesse social atrelado à melhor organização possível tanto do feixe de contratos que marca a atividade desempenhada pela sociedade, quanto da resolução dos conflitos de interesses que resultam dessas relações, passa a ser possível conceber que o interesse puramente lucrativo dos sócios seja afastado em um caso específico, de forma a favorecer, através de um processo de resolução de conflito interno, os interesses de um outro grupo que se relacione com a sociedade. Tal evento ocorreria, a título de exemplo, nos casos dos sindicatos de trabalhadores que conseguem nomear parte dos membros do conselho de administração de uma companhia, passando estes a favorecer, através da realização de seus atos normais de gestão, os interesses dos referidos trabalhadores, ainda que isso resulte no afastamento da realização e da distribuição do lucro em certas situações específicas (mas não enquanto fundamento da sociedade).

Embora defenda a teoria do contrato associativo com forma de viabilizar a concepção do interesse social a partir da sua visão integracionista-organizativa (na qual o interesse dos vários agentes relacionados com a sociedade pode ser internalizado em sua estrutura organizacional interna, resolvendo-se assim os conflitos eventualmente existentes), Calixto Salomão Filho não nega a finalidade lucrativa da sociedade. Na realidade, entende que a correta estruturação organizativa promovida mediante a celebração do contrato associativo – voltada a coordenar os feixes de contratos e as relações conflituosas deles decorrentes – seria até mesmo a melhor forma de otimizar os lucros sociais tão defendidos pela corrente contratualista¹⁹. Entretanto, esse autor afasta a visão de que a estrutura

¹⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito...*, Ob. Cit. p. 45.

¹⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito...*, Ob. Cit. p. 51.

organizacional da atividade precise sempre atender aos anseios ou interesses da maior eficiência econômica (maximização dos lucros), em detrimento dos interesses dos demais grupos que transacionem com a sociedade. É dessa forma que, segundo a sua visão, maiores efeitos práticos poderiam ser concebidos à disposição estabelecida no art. 116, parágrafo único, da LSA, que prega o equilíbrio entre os interesses dos sócios e dos outros grupos relacionados com a sociedade, quando no exercício da atividade social e na busca pelo lucro²⁰.

Dessa maneira, apesar das diferentes perspectivas quanto aos interesses determinantes na esfera societária, bem como dos requisitos essenciais para sua formação, tanto na concepção contratualista clássica de Tullio Ascarelli, quanto na teoria do contrato associativo de Ferro-Luzzi, é possível se identificar a estrutura societária como o resultado da organização dos esforços de seus idealizadores e da contribuição recíproca de bens e serviços, visando, através desta conjugação ordenada de pessoas, interesses, bens e capital, a satisfação de uma finalidade lucrativa (objetivo), a partir do exercício da atividade (objeto) que referida conjugação ordenada (a sociedade) buscará empreender. A forma como a conjugação dos interesses dos sócios será estruturada, não apenas no que se refere às relações entre si e a sociedade, mas também entre a própria sociedade e os terceiros que com ela venham a transacionar, ocorrerá por meio do contrato plurilateral ou associativo, cuja função é justamente ordenar e organizar as várias relações internas e externas que surgem ao longo do exercício da atividade econômica.

Apesar disso, não se pode deixar de questionar até que ponto a visão do contrato societário associativo, caracterizado como a fonte de criação de uma organização em torno de um feixe de contratos e da resolução dos conflitos deles decorrentes, não pode também promover a ideia da sociedade sem fins lucrativos. Afinal, se o foco passa a ser a constituição de uma estrutura organizada para o exercício de uma certa atividade, nada impede que tal atividade seja desprovida de fins econômicos.

Nesse sentido, Fátima Gomes destaca que, não obstante a concepção da finalidade lucrativa ser bastante aceita e praticamente unânime na doutrina, tanto portuguesa, quanto estrangeira (com a ressalva importante da doutrina alemã, tendo em vista que, naquele país,

²⁰ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito...*, Ob. Cit. p. 51. Em sentido contrário, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, para quem a LSA expressamente prevê em seu art. 115 o dever dos acionistas em buscar o interesse da companhia, entendido como sendo a obtenção dos lucros (o fim social). Apenas os administradores e os controladores das companhias teriam o dever de satisfazer outros interesses, sem que isso descaracterize a função social da companhia (LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. pp. 89-90).

a sociedade pode assumir qualquer escopo comum, lucrativo ou não), fato é que as legislações modernas apresentam exemplos importantes em que a sociedade (incluindo a sociedade anônima) passa a ser utilizada para atividades não lucrativas, única e exclusivamente em razão da utilidade prática que a sua estrutura organizativa interna pode oferecer para fins de alinhamento de interesses e resolução de potenciais conflitos²¹. Dessa forma, desde que previsto em lei finalidade jurídico-econômica diversa, seria possível se conceber a sociedade sem escopo lucrativo. Tal situação seria observada, segunda a autora, no contexto do atual Direito português, através das denominadas Sociedades Anônimas Desportivas (SADs), instituídas para servirem de estrutura organizacional de entidades esportivas em geral (e, em especial, dos clubes de futebol). Segundo o regime jurídico aplicável a tais sociedades, a sua finalidade essencial é a promoção e o desenvolvimento do esporte. O lucro ocasionalmente apurado com as atividades desportivas deve ser revertido em prol dessas mesmas atividades (tal como pode ocorrer no caso das associações), sendo bastante limitadas, e quando não proibidas, a sua distribuição aos sócios.

Hipótese análoga se passaria também com os hospitais públicos em Portugal, que embora sejam organizados sob a estrutura de uma sociedade anônima comum (portanto, com fim lucrativo), passaram a ser utilizados pelo poder público (na condição de único sócio) com a função exclusiva de gerenciar o atendimento hospitalar público, revertendo o lucro eventualmente gerado nas próprias atividades.

Nesses dois casos, a finalidade precípua das sociedades deixaria de ser o lucro – embora este pudesse continuar a ser apurado e perseguido como forma suplementar de financiamento das atividades sociais – e passaria a ser o desenvolvimento do esporte ou dos projetos sociais determinados por força de lei ou pelo caráter funcional atribuído a cada sociedade no caso concreto. Por essa razão, ao analisar de forma crítica os dois casos apresentados na realidade jurídica portuguesa, a autora conclui que *“a melhor explicação que encontramos para o posicionamento do legislador é a de, em conformidade com a tradição, não alterar a noção de sociedade, que, em regra, a doutrina define como tendo na sua base um fim lucrativo. No entanto, sem que o status quo se altere por via legal directa, quando o Estado vê nisso interesse de relevo, abre excepções à necessidade da prossecução do fim lucrativo através da estrutura da sociedade anônima. Essas excepções são introduzidas umas vezes de forma directa, – nomeadamente ao admitir que se constituam*

²¹ GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 2011. pp. 73-74.

SGPS cujo objetivo principal não é o desenvolvimento directo de uma atividade económica lucrativa, ou ao reconhecer as particularidades inerentes ao funcionamento das sociedades comerciais inseridas numa estrutura de grupo [nesse mesmo sentido, outro exemplo seriam ainda as próprias SADs portuguesas] -, e outras de forma indirecta - e nomeadamente ao admitir que as funções próprias do Estado sejam realizadas através da estrutura da sociedade anónima, sem derogar as normas do CSC relativas à repartição de lucros pelos sócios, mas não pretendendo proceder à sua aplicação no caso concreto [tal como ocorre no caso das empresas públicas, entre as quais os hospitais se tornaram exemplo importante]. (...) Os fenômenos indicados nos pontos anteriores são, para nós, sinal claro de que o sistema jurídico comercial da sociedade anónima se caracteriza por conter regras que possibilitem a obtenção e a repartição de lucros, as quais não têm natureza imperativa, podendo e devendo ser modeladas, de acordo com os interesses envolvidos, ao abrigo do princípio da autonomia privada, e conforme as situações legalmente previstas. A modelagem só é permitida, no sentido de se afastar do fim lucrativo, por disposição legal expressa ou implícita, criada por lei.”²² (Acréscimos nossos).

No Brasil, não há uma lei que tenha expressamente afastado a finalidade lucrativa ou econômica da sociedade, a exemplo do que se fez com as SADs em Portugal²³. Por outro lado, exemplos aqui não faltam de usos feitos da estrutura da sociedade anônima por parte do Estado para o exercício de uma atividade eminentemente pública²⁴, tal como observado em relação aos hospitais portugueses, o que pode servir como mais uma evidência no sentido de confirmar a possibilidade do uso da estrutura organizacional societária (em especial, a da

²² GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. pp. 85-86.

²³ Neste ponto, alguns poderiam conceber que as sociedades inseridas no contexto de grupos econômicos, conforme previstas nos arts. 265 e ss. da LSA, serviriam como bons exemplos do fenômeno da sociedade sem fins lucrativos prevista expressamente em lei. Afinal, se tais sociedades podem estar submetidas aos interesses de outras sociedades integrantes do mesmo grupo econômico e, por essa razão, deixar de perseguir o lucro durante o exercício de suas atividades, não recebendo, necessariamente, compensações pelo seu sacrifício, estaria legitimado o uso da estrutura societária para fins não lucrativos. Apesar de sugestiva, não se pode concordar com essa visão. A sociedade inserida em um grupo continua, indubitavelmente, a ter finalidade lucrativa. O fato de tal finalidade ficar em suspenso para beneficiar o grupo societário como um todo não é, em si mesmo, elemento suficiente para afastar o fim lucrativo do conceito de sociedade no Direito brasileiro.

²⁴ A Agência de Desenvolvimento da Bahia (DESENBAHIA) e a Agência de Fomento do Paraná (AFPR) são ambas entidades de fomento e desenvolvimento, constituídas sob a estrutura jurídica de sociedades anônimas, controladas pelos respectivos Estados da federação, e que se prestam ao desenvolvimento sustentável de atividades econômicas específicas desenvolvidas em suas regiões, por meio da concessão de empréstimos subsidiados e também de assessoria técnica e empresarial. Todo o lucro eventualmente gerado em tais sociedades é automaticamente reinvestido em suas atividades, embora pudesse também ser distribuído ao seu único sócio (o Estado), conforme permitido na LSA. No entanto, ao funcionarem para estruturar uma atividade estatal relevante – o desenvolvimento econômico local – não existe por parte do Poder Público real interesse na realização de lucro e tão pouco na sua distribuição (quando e se realizado).

sociedade por ações) – formada a partir da celebração do contrato de sociedade – para o exercício de atividades não lucrativas ou, ainda quando lucrativas, que não resultem na distribuição dos resultados aos seus sócios.

No entanto, é importante se distinguir claramente as duas hipóteses descritas anteriormente – e que podem servir para justificar a concepção da sociedade sem fins lucrativos – de forma a não se confundir conceitos bastante distintos e relevantes. No caso de uma verdadeira sociedade sem fins lucrativos (se a admitirmos), entendida como aquela que realiza uma atividade na qual o lucro, se e quando existente, é mero meio para a realização de um fim ulterior dele completamente dissociado, haveria de fato uma inovação no atual regime jurídico societário brasileiro. Isso significa que tal inovação seria juridicamente aceitável apenas se, em linha do que concluiu Fátima Gomes no contexto do Direito português, houvesse expressa ou tácita previsão legal para que a finalidade lucrativa pudesse ser afastada como fundamento de existência da própria sociedade em um contexto específico. Além disso, a razão que motivasse uma excepcionalidade tão cara ao regime das organizações finalísticas privadas no Direito brasileiro precisaria ser bastante complexa e dinâmica, a ponto de poder justificar a não aplicação da forma associativa e organizativa por excelência destinada às finalidades não lucrativas (qual seja: as associações, nos termos do art. 53 do CCBra)²⁵. Em outras palavras, seria preciso que a atividade e os fins em questão exigissem uma forma associativa e organizacional tão sofisticada, que apenas as esferas de tomada de decisão e de métodos de resolução de conflitos internos tipicamente encontrados no regime jurídico das sociedades por ações – e, em menor escala, no regime de quaisquer outros tipos societários – pudessem adequadamente regular o seu exercício e desenvolvimento. Não é sem razão, portanto, que no Direito brasileiro não se encontrem exemplos capazes de ilustrar essa situação, permanecendo inatacável a máxima de que *“toda a sociedade mercantil tem, necessariamente, por objetivo a produção e partilha de lucros*

²⁵ Justamente por essa razão, Pedro Pais de Vasconcelos, ao comentar a inovação das SADs no direito português, é taxativo em afirmar que, não obstante a lei se referir a elas como uma forma societária, as SADs seriam, na realidade, verdadeiras associações, ainda que com uma estrutura organizacional mais complexa: *“No direito português aproximam-se delas [as non-profit making societies ou sociedades sem fins lucrativos], sem contudo lhes corresponderem, as sociedades desportivas. Nestas, na realidade, a produção e a distribuição dos lucros segue um regime muito especial. Trata-se de sociedades híbridas, entre a associação, correspondente ao antigo clube tradicional, verdadeiramente esportivo e não comercial, e os grandes clubes hodiernos intensamente profissionalizados, (...). No actual direito português a estipulação de proibição de realização e distribuição de lucros, impede a qualificação do ente como sociedade, seja civil seja comercial. Tratar-se-á, então de uma associação sem fim lucrativo, mas não de uma sociedade.”* (Acréscimo nosso) (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011. p. 82).

entre os sócios.”²⁶

Em relação à situação apresentada na segunda hipótese do fenômeno da sociedade sem fins lucrativos, já não parece existir um real afastamento do conceito de sociedade e da finalidade lucrativa que lhe é inerente. Na realidade, é preciso se observar que a atividade desenvolvida pelo Estado, apesar de voltada a satisfazer também uma missão pública ou social relevante, que não necessariamente se confunde com o interesse da maximização dos lucros, não afasta, *per se*, o objetivo lucrativo da atividade. Pelo contrário, apenas cria mais um objetivo relevante que precisa ser considerado ao longo do desenvolvimento dessa atividade, de forma a se buscar o mais correto equilíbrio entre o interesse eminentemente público e a atividade lucrativa em questão. No entanto, a atividade empreendida pela sociedade continua sendo, por sua própria natureza, lucrativa, permanecendo aplicáveis as regras relativas à repartição dos lucros periódica e eventualmente apurados.

É justamente esse o princípio básico que prescreve o art. 238 da LSA, no caso das sociedades de economia mista. Ao mesmo tempo em que se estabelece ao (órgão público) controlador da sociedade o poder para orientá-la de modo a satisfazer o relevante interesse social que justificou a sua criação, deixa claro também que tal controlador deverá cumprir com os poderes e responsabilidades previstos nos arts. 116 e 117 da LSA, entre os quais está o de garantir aos minoritários a efetiva participação nos lucros da companhia. Dessa forma, não pode o controlador de uma sociedade de economia mista simplesmente afastar o objetivo lucrativo. É preciso que busque o equilíbrio adequado para não desfavorecer demasiadamente o acionista minoritário, interessado no lucro, ou mesmo prejudicar, sob o pretexto de precisar maximizar o investimento do acionista (minoritário ou do próprio Estado), a satisfação do interesse público. Por essa razão, correta é a lição de Mario Engler Pinto Júnior, ao expor que: *“O lucro não é assegurado em qualquer circunstância, mas também não deve ser definitivamente suprimido. O acionista privado que decide participar de uma companhia mista vinculada à persecução do interesse público não tem garantia de rentabilidade mínima e nem sequer a certeza de recuperar o valor do capital inicialmente investido. A expectativa de lucro pode ser alterada a qualquer momento pela vontade unilateral do Estado, embora dentro de determinados limites.”*²⁷. E conclui que *“o exercício qualificado do poder de controle acionário não pode chegar ao ponto de subverter o tipo*

²⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *Os Grupos Societários na Nova Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n° 23. p. 100.

²⁷ PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 351.

societário e violar o direito essencial de participar dos lucros sociais (cf. art. 109 da Lei nº 6.404/76), nem tão pouco fazer tábula rasa do direito de propriedade assegurado constitucionalmente.”²⁸

No caso das empresas públicas – sociedades nas quais o Estado é o único acionista – a finalidade lucrativa também não deixa de existir, embora ela fique ainda mais subordinada ao interesse público pretendido. O lucro é importante e desejável para a empresa pública poder empreender seus projetos e atividades, bem como financiar o aperfeiçoamento dos serviços prestados à população, da mesma forma como uma sociedade puramente privada também tem a necessidade de reinvestir parte de seus lucros visando o crescimento de longo prazo de suas atividades. No entanto, não faz nenhum sentido que a empresa estatal passe a servir apenas como forma de fortalecer o orçamento do Estado, deixando de viabilizar, adequadamente, o interesse público para o qual foi concebida²⁹. Na realidade, na empresa pública, o reinvestimento praticamente integral do lucro se justifica sempre que houver a possibilidade de incremento nos serviços de interesse público relevante³⁰, a exemplo do que já fazem as inúmeras empresas de fomento criadas pela União, Estados e Municípios no sentido de viabilizar o desenvolvimento de empreendimentos econômicos regionais e servirem também como garantidoras de projetos de PPPs.

Dessa forma, seria um erro conceitual determinar que o nosso Direito admita sociedade sem fins lucrativos, pelo simples fato de os acionistas optarem, casuística e especificamente, por não distribuírem lucros. Tais sociedades continuam a promover a organização das relações internas e externas, com a finalidade de permitir o desenvolvimento da atividade e a distribuição de lucros, muito embora essa última característica possa ser (e com frequência é), por razões diversas e de forma nem sempre legítima, não concretizada em contextos específicos. Esse é o caso que se observa não apenas com as já referidas empresas públicas ou sociedades de economia mista, quando estas buscam ampliar os

²⁸ PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal...*, Ob. Cit. p. 355.

²⁹ “O que não faz sentido é a empresa estatal adotar política agressiva de distribuição de dividendos (ou pagamento de juros sobre capital próprio), acima do mínimo obrigatório, sob pena de limitar sua capacidade de autofinanciamento. O pagamento de dividendos com o fito apenas de remunerar o investimento acionário estatal contribui para a descapitalização da companhia e significa desvirtuamento de propósitos. A empresa estatal não deve ser vista exclusivamente como instrumento de geração de receitas para reforçar o caixa do tesouro (...)”. (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal...*, Ob. Cit. p. 358).

³⁰ “Por outro lado, nada impede – mas ao contrário até recomenda – que na empresa pública unipessoal o ente público controlador se valha da faculdade prevista no § 3º do artigo 202 para, diante da inexistência de oposição de qualquer acionista presente à assembleia geral, deliberar a retenção de todo o lucro.” (PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal...*, Ob. Cit. p. 359).

serviços públicos ou favorecer as pretensões da população em geral, mas também no contexto das próprias sociedades privadas, nas quais o interesse do controlador, e mesmo de alguns minoritários, pode ser o de não promover a distribuição do lucro social na forma de dividendos, mas sim favorecer o fortalecimento da atividade para um maior crescimento econômico futuro (pretensão legítima) ou até buscar realizar finalidades distintas da lucrativa (pretensão ilegítima)³¹.

A atividade econômica e a distribuição do lucro entre os sócios, nas várias formas em que tal distribuição pode ocorrer, são elementos essenciais e indissociáveis da sociedade. As entidades que perseguem fins econômicos materializáveis diretamente na esfera patrimonial de seus associados (tal como se observa no caso das associações) não podem ser qualificadas juridicamente como sociedades em sentido estrito.

No caso das sociedades, especialmente naquelas revestidas de personalidade jurídica, é condição elementar a verificação do binômio: (i) realização de uma atividade comum que permita a apuração de lucro; e (ii) existência de um processo distributivo do lucro entre todos os membros participantes, a partir das regras organizativas internas previstas para o funcionamento da sociedade (tais como: o princípio da maioria, a deliberação de assembleia ou conselho de administração, a aprovação de balanços sociais e de políticas de dividendos ou reinvestimentos, entre várias outras previstas na LSA), permitindo que o lucro seja, se assim for determinado, transferido da sociedade na qual se originou para a esfera patrimonial do sócio ou do terceiro a quem referido sócio tenha cedido tal prerrogativa. O mesmo ocorrerá nas sociedades sem personalidade jurídica, pois embora o lucro (excedente produtivo) seja realizado inicialmente no patrimônio especial da sociedade, que é detido em mão comum (*Gesamthand*) ou comunhão recíproca por todos os sócios (e, portanto, também já compõe os seus respectivos patrimônios individuais), é preciso posteriormente existir um processo distributivo que viabilize a sua transferência para o patrimônio geral dos sócios, no qual inexistente qualquer afetação à atividade social conjuntamente realizada. As regras deliberativas relativas à distribuição dos lucros são

³¹ Neste último caso, dentre os vários exemplos existente na literatura jurídica, muito ilustrativo se revela a situação da montadora de automóveis Ford, conforme narrada por Fábio Konder Comparato: *“Tudo depende, na verdade, da concepção que se faça da finalidade da sociedade anônima. Na demanda citada, HENRY FORD não hesitou em sustentar claramente que a finalidade precípua de sua companhia não era produzir lucros para distribuí-los aos acionistas, mas reinvestir o máximo possível de modo a criar novos empregos e aumentar o padrão de vida da comunidade inteira.”* (COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos do Macro-Emprêsa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970. p. 56). O interesse social não precisa, necessariamente, ser a maximização dos lucros, mas esse interesse (tal como manifestado nas palavras de Henry Ford) não pode ser tão distinto a ponto de determinar a própria alteração (ilegítima) do fim social.

previstas tanto nas disposições legais especificamente aplicáveis, quanto no próprio contrato de sociedade, sendo algumas derogáveis e outras compulsórias.

Dessa forma, a sociedade (em especial, a sociedade por ações) caracteriza-se por ser o produto de organização dos interesses comuns e contrapostos dos sócios, bem como da forma de utilização dos bens e serviços por ele integralizados para o exercício da atividade econômica que propuseram a desempenhar conjuntamente, tendo por objetivo final a apuração e a distribuição de lucros. A maneira como a conjugação dos vários interesses dos sócios será estruturada, não apenas no que se refere às relações entre si e a sociedade, mas também entre a sociedade e os terceiros que com ela venham a transacionar, dar-se-á, em grande medida, através do contrato plurilateral ou associativo, que é responsável por prever também as regras pertinentes ao processo distributivo do lucro.

Essa ordenação das relações e dos interesses dos sócios ocorre por meio da constituição, a cada um deles, de um feixe de direitos, poderes, expectativas jurídicas, deveres, ônus e sujeições, exercidos e devidos em relação a si próprios e à sociedade.

Dessa posição jurídica especial assumida pelos sócios (em função da celebração do contrato associativo de sociedade) decorre a sua participação social, ou seja, o reconhecimento do indivíduo enquanto membro de uma coletividade com fins lucrativos e que, para a tutela de seus interesses legítimos, deve se valer de um conjunto de direitos essenciais, de natureza patrimonial e política. Conjunto esse que se prestará a tutelar, fora do alcance do poder da maioria (inderrogabilidade) e da vontade do próprio sócio (irrenunciabilidade), a sua participação na sociedade de forma plena, especialmente no que se refere ao seu direito aos lucros sociais. É o que será visto a seguir.

1.2. A Participação Social e os Direitos Inerentes

Ao se qualificar a sociedade como uma forma de organização constituída a partir da celebração de um contrato associativo, não se revelou necessário fazer qualquer distinção detalhada entre os tipos societários previstos no Direito brasileiro. E nem poderia ter sido diferente. Afinal, as sociedades em geral, independentemente de seu caráter pessoal ou institucional, da maior ou menor complexidade da sua estrutura organizativa interna, ou mesmo do número total de sócios participantes, apresentam em comum o fato de serem formas associativas voltadas – em decorrência da conjugação de capitais, bens e pessoas – à realização de uma atividade econômica e à repartição de lucros entre seus membros.

No entanto, o estudo da *participação social* que é atribuída a cada um dos sócios como resultado da celebração do contrato associativo e da criação da estrutura organizativa da sociedade precisa seguir um método diferente. Não porque a sua natureza jurídica seja em si distinta em cada um dos tipos societários, mas sim porque as características inerentes a tais tipos irão determinar conjuntos específicos de direitos, deveres, poderes, ônus, sujeições e expectativas ao seu respectivo titular, a depender também da maneira como vierem a ser regulados pelos respectivos estatutos e contratos sociais.

Dessa forma, o que se propõe a partir de agora é analisar o conteúdo e a qualificação jurídica da participação social, tendo por base o regime instituído para a sociedade por ações (companhia ou sociedade anônima), uma vez que é ela a fonte do direito que se pretende analisar mais detidamente neste trabalho. Essa escolha, contudo, não impede que se façam comparações pontuais com outros tipos societários – quando essa abordagem se mostrar necessária – e tampouco que as conclusões aqui apresentadas não possam ser também transpostas a esses outros tipos com as devidas adaptações e cautelas.

1.2.1. A aquisição da participação social na sociedade por ações

Quando constituídas, todas as sociedades são capazes de estruturar uma organização jurídica voltada a viabilizar o desenvolvimento da atividade lucrativa. Essa organização pode ser bastante simples, a ponto de ter o seu funcionamento determinado quase que exclusivamente pela autonomia da vontade dos sócios, e de não haver esferas bem definidas de tomada de decisão ou resolução de conflitos, conforme se observa, por exemplo, no caso das sociedades em conta de participação (arts. 991 e ss. do CCBra) ou simples (arts. 997 e ss. do CCBra).

Em outros casos, contudo, a atividade econômica pretendida pode ser bastante complexa, exigindo recursos e mecanismos de acesso a investidores muito mais sofisticados do que a simples união de um grupo específico de empreendedores poderia permitir. Para tais hipóteses, a organização jurídica a ser estabelecida precisa ser mais bem estruturada, de forma a se prever, no mínimo: (i) limitações de responsabilidade patrimonial dos sócios, mediante a imputação de personalidade jurídica própria à sociedade; (ii) órgãos sociais de controle e de tomada de decisões, com definições claras de competências e atribuições a cada um deles; (iii) mecanismos de circulação dos títulos representativos dos investimentos realizados na sociedade, permitindo a livre entrada e saída de sócios; e (iv) estruturas de

formação de grupos econômicos, bem como de realização de operações societárias.

Todo esse arcabouço organizativo se justifica em função da própria importância econômica, política e social que a empresa de grande porte impõe. Para ela, portanto, coloca-se à disposição a sociedade por ações, que é o tipo associativo por excelência mais apto a estruturar a organização jurídica capaz de regular, em toda a sua complexidade, os conflitos de interesses, os métodos de aportes de capital, a entrada e a saída de sócios, bem como os processos de escolha relativos à forma através da qual as atividades e os resultados delas decorrentes serão realizados. Não sem razão que a companhia, embora não deixe de ter sua natureza jurídica fundada no *contrato associativo*, passa a ser paulatinamente submetida a disposições legais obrigatórias, cuja finalidade primordial é determinar – de forma independente da vontade dos contratantes (originais ou futuros) – sua estrutura e funcionamento, tendo por pretensão fortalecer o seu sistema organizativo e proteger os diferentes interesses daqueles que de alguma forma se relacionam com a sociedade³². É nesse sentido que se pode dizer que a companhia se institucionaliza e vira uma verdadeira organização³³, na qual a relação societária fundamental perde o seu caráter pessoal, deixando de ser estabelecida pelos sócios entre si, para passar a um vínculo mais objetivo, travado entre cada um dos sócios individualmente considerados e a própria companhia³⁴.

Com essa perspectiva societária, viabiliza-se o acesso a um número significativo de novos sócios, interessados em aportar recursos na companhia, participar direta ou indiretamente de suas atividades e auferir os lucros dali resultantes, sem que eles precisem

³² Cf. LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. pp. 96-99.

³³ Fabio Konder Comparato também parece seguir esse mesmo entendimento, ao argumentar no sentido de que o então discutido futuro regime jurídico das sociedades por ações (que veio a ser posteriormente formalizado nos termos da atual LSA) apresentasse, ainda que em um contexto restrito, uma estrutura mais aberta e apta e equacionar, dentro da sua estrutura organizativa, diferentes interesses: “*Tudo isso encarece a conveniência de se criar na lei um estatuto opcional para a grande empresa privada, com a natureza institucional e não societária. Só ele, com efeito, permite equacionar num quadro racional os diferentes interesses que convergem na macro-empresa: a dos empresários, o dos investidores, o dos trabalhadores, e também o da coletividade em geral representada pelo Estado.*” (COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos...*, Ob. Cit. pp. 88-89).

³⁴ A distinção é elementar e foi muito bem exposta por Pedro Pais Vasconcelos. Segundo esse autor, a relação societária entre os sócios é estabelecida (ainda que não exclusivamente) nas sociedades sem personalidade jurídica, visto inexistir uma pessoa autônoma (a sociedade) na intermediação dos vínculos jurídicos firmados entre os sócios. Já na sociedade com personalidade jurídica, a relação passa a ser do sócio para com a sociedade (pessoa jurídica própria) e, secundariamente, para com os demais sócios. Nesse segundo caso, a relação entre os sócios seria cada vez mais fraca ou até inexistente na medida em que a estrutura organizativa da sociedade se tornasse mais complexa, tal como se observa, no caso mais extremo, com as companhias de capital aberto. Por essa razão, o autor conclui categoricamente que “*na sociedade anônima não se estabelecem tipicamente relações jurídicas directamente entre os sócios. A posição jurídica de cada um dos accionistas contém uma relação com a própria sociedade*”. (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 60).

se preocupar com os demais participantes do empreendimento, visto que a estrutura organizacional interna oferecida pela companhia – conforme determinada em lei e também pelo estatuto social – disponibilizará os procedimentos necessários à compatibilização dos diversos interesses eventualmente divergentes.

Esses novos sócios, por sua vez, não celebrarão propriamente um novo contrato associativo de sociedade com os demais membros (pois aquele já foi celebrado quando da formação da companhia), mas simplesmente irão aderir à estrutura organizativa já existente. Tal adesão ocorrerá através da subscrição de novas ações emitidas pela companhia (mercado primário) – ou mesmo pela aquisição de ações já existentes detidas por outros acionistas (mercado secundário) – e com a consequente aceitação dos termos previstos em seu estatuto social. É diferente, portanto, dos outros tipos societários, nos quais a entrada de um novo sócio (e o início da sua participação social) deve se dar, necessariamente, por meio de um aditivo aos contratos sociais existentes.

Ao adquirir ou subscrever a ação, o acionista passa a participar do empreendimento econômico desenvolvido e a ter os seus interesses tutelados a partir da estrutura organizacional interna da companhia. Por isso, a ação, além de significar uma parcela ou fração do patrimônio social, do qual o acionista é titular indireto, representa também o complexo de direitos, deveres, poderes, ônus, sujeições e expectativas inerentes à participação social que o referido acionista passa a deter e cuja finalidade será justamente garantir a ele os meios para satisfazer seus interesses legítimos enquanto membro de uma coletividade voltada ao lucro.

Nesses termos, visto sob uma perspectiva bastante direta, a ação atribuirá ao acionista uma posição jurídica dentro da estrutura organizacional da companhia, munindo-o com todos os instrumentos necessários para lhe garantir os mecanismos de administração e fiscalização sobre a atividade econômica desenvolvida e os lucros proporcionados³⁵. Essa posição jurídica do acionista perante a estrutura organizacional da companhia, existente a partir da aquisição ou subscrição das ações, é o que se define como *participação social*.

³⁵ Cf. Trajano de Miranda Valverde, para quem a ação representa a qualidade de sócio, ou seja, o complexo de direitos e deveres inerentes e decorrentes da participação social. (VALVERDE, Trajano. *Sociedades por Ações: Comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Vol. III. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1959. pp. 125-126). Nesse mesmo sentido, Luis Gastão de Paes de Barros Leães leciona que “a condição de acionista está ligada à titularidade das ações. A ação confere ao seu titular o status socii, de onde deriva uma série de direitos e obrigações, dentre os quais se alinha o direito ao dividendo.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 315).

1.2.2. A participação social a partir de suas posições ativas e passivas

A participação social apresenta uma natureza complexa, repleta de posições jurídicas ativas e passivas voltadas, cada uma a seu modo, a viabilizar a satisfação da finalidade lucrativa. No caso da sociedade por ações, essas posições ganham especial magnitude, tendo em vista as sofisticadas relações societárias que surgem no centro de sua estrutura organizativa.

Sob essa perspectiva, seria um erro assumir a participação social a partir apenas do seu componente mais evidente de conjunto de direitos. É preciso analisá-la no seu todo, de forma a se identificar com precisão a complexa posição jurídica que ela atribui ao seu respectivo titular no momento em que este se torna proprietário da ação emitida pela companhia. A participação social (em especial, a acionária) revela-se, na realidade, como um conjunto mais amplo, cujo conteúdo é preenchido não só com direitos, mas também com deveres, ônus, poderes, sujeições e até expectativas juridicamente tuteladas que assumem papel fundamental no contexto societário³⁶ e também, conforme será detalhado ao longo deste trabalho, nas garantias reais celebradas no contexto de operações de crédito em geral.

No lado ativo da participação social estão alocados os direitos específicos dos sócios, os poderes em geral decorrentes do exercício desses mesmos direitos e também aquilo que se prefere definir como expectativas juridicamente tuteladas (ou direitos expectativos).

Os *direitos* inerentes à participação social representam as prerrogativas atribuídas aos acionistas para que estes possam fazer seus interesses prevalecer dentro da estrutura da companhia, além de garantir a preservação da sua própria condição de sócio. Não apresentam um sentido autônomo próprio, pois sua funcionalidade e exercício apenas se justificam e ganham significado jurídico quando voltados à realização do fim social. Conforme bem conceitua Jorge Costa Santos³⁷, todos os direitos relativos ao conjunto de posições ativas

³⁶ Nesses termos, bastante ilustrativa é a posição de Paulo Olavo Cunha: “Cada sócio tem ou assume uma situação (recheada de direitos, deveres, ônus e expectativas jurídicas) ou posição complexa (que resulta da sua participação, do regime legal do tipo de sociedade e das cláusulas que subscreveu) perante a pessoa jurídica societária. Isto é, a posição de cada sócio, a sua situação jurídica no seio de uma sociedade comercial, é uma situação ou posição complexa, não se limitando a uma pluralidade de direitos. É mais do que isso: inclui, naturalmente, também outras situações jurídicas, tais como ônus e expectativas jurídicas. Esta posição jurídica complexa tem uma especial relevância perante a pessoa jurídica societária e vai resultar da participação do sócio em causa, do regime legal da sociedade em que participa e, não menos importante, das cláusulas que, eventualmente, foram subscritas (...).” (Destaques do próprio autor) (CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. 5ª Edição. Coimbra: Almedina, 2012. p. 272).

³⁷ SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários*, ‘in’ *Direito dos Valores Mobiliários*.

que o titular da ação fica investido, em virtude da referida titularidade, perante as respectivas companhias emissoras, são tidos como direitos inerentes (integrantes ou incorporados) ao valor mobiliário representativo da participação social, sendo certo que tais direitos, em princípio, apenas podem existir para (e ser exercidos por) aquele que se qualificar como acionista, sendo descabidas as suas transmissões a terceiros sem que, preliminarmente, se emita ou transmita a própria ação (ou seja, a base de sustentação da participação social acionária). Isso explica muito bem a razão pela qual se adota, no Direito brasileiro (em especial, no art. 28 da LSA), a teoria de que a participação social é unitária e a ação, enquanto o título que representa por excelência a completude da participação social, não pode ser fracionada ou dividida, com a finalidade de permitir que os direitos nela incorporados possam ser negociados pelo respectivo titular de maneira segregada do todo.

Os direitos dos acionistas (considerados inerentes e integrados à ação) podem ser classificados³⁸ em dois grupos principais: os direitos patrimoniais e os direitos políticos (ou administrativos).

Os primeiros, como a própria denominação já especifica, são os direitos que comportam alguma forma de percepção de retorno financeiro ao sócio ou mesmo de poder de disposição relativo à ação ou aos direitos que lhe são decorrentes. Os exemplos mais evidentes que surgem nesse grupo são o direito aos lucros sociais (art. 109, I, da LSA), o direito aos dividendos (arts. 202 a 205 da LSA), o direito de participar no acervo referente à liquidação da companhia (art. 109, II, da LSA), os direitos de resgate, reembolso ou amortização das ações (arts. 44 e 45 da LSA), o direito de livremente dispor da ação ou dos direitos patrimoniais dela resultantes (art. 29 da LSA e art. 2º, I e II, da Lei nº 6.385/1976), o direito de onerar a ação ou os direitos patrimoniais dela resultantes (arts. 39 e 40 da LSA), entre outros que possam estar expressamente previstos em lei ou determinados no estatuto social da companhia.

O segundo grupo comporta todos os demais direitos, voltados a garantir ao sócio, essencialmente, a possibilidade de adotar uma posição ativa – seja na condição de

Lisboa: Lex, 1997. p. 57.

³⁸ A classificação dos direitos inerentes à participação social podem apresentar diversas variações, não existindo um consenso a respeito na doutrina. Na realidade, essas variações parecem seguir lógicas bastante diferenciadas, a depender fundamentalmente do enfoque jurídico que se pretenda atribuir a determinado contexto de estudo. Para os fins deste trabalho, contudo, parecem suficientes apenas três critérios em particular: (i) Direitos Patrimoniais vs. Direitos Políticos ou Administrativos (conforme adotados por VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 367-368); (ii) Direitos Abstratos vs. Direitos Concretos (conforme adotados por SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 61); e (iii) Direitos Essenciais vs. Direitos Societários Instrumentais de Participação, conforme adotados pela LSA.

majoritário (controlador) ou minoritário – dentro da organização social concebida pela estrutura da companhia. Neste grupo estão o direito de participar das deliberações sociais, exercendo, a depender da espécie da ação, o respectivo voto (arts. 121 a 137 da LSA), o direito à plena informação e fiscalização do desenvolvimento das atividades sociais (art. 109, III, da LSA), o direito de participar, diretamente ou por via representação, dos órgãos administrativos da companhia (arts. 138 a 144 da LSA), além de outros estabelecidos em lei, nos estatutos sociais ou mesmo em acordos parassociais específicos.

Alguns direitos inerentes à participação social podem ainda ter um duplo reflexo, adequando-se mais a um ou a outro desses dois grupos, a depender do enfoque ou do perfil sob o qual se busque analisá-los. Isso revela que, apesar da tentativa de classificá-los a partir do seu conteúdo mais evidente (político ou patrimonial), cada um deles apresenta diversos componentes que os tornam direitos complexos, não autônomos e diretamente relacionados (e, em certa medida, dependentes entre si), reforçando o caráter unitário e incidível da participação social incorporada na ação.

Esse parece ser o caso do direito de preferência na subscrição de novas ações (art. 109, IV, da LSA) e também do direito de retirada (art. 109, V). Em ambos existe um contexto político (administrativo) inegável: no primeiro, o seu exercício permite a manutenção da participação relativa do acionista no universo acionário da companhia, garantido, conseqüentemente, a partir do exercício de outros direitos (tais como o de voto ou de fiscalização das atividades da companhia), a manutenção da sua capacidade de influenciar ou determinar as decisões societárias; enquanto, no segundo, surge para o acionista a possibilidade de se retirar da companhia diante da discordância em relação a um ponto deliberativo específico que não foi capaz de vetar – e cujo conteúdo a LSA tenha reconhecido como determinante da própria natureza do vínculo societário, a ponto de qualificá-lo como uma hipótese legitimadora da retirada do sócio discordante da companhia. Por outro lado, esses mesmos direitos apresentam aspectos patrimoniais bastante consideráveis, já que para o primeiro, mediante o seu exercício, mantém-se inalterada a participação do acionista em relação aos lucros a serem distribuídos, enquanto que para o segundo existe a antecipação (relativa, pois apenas para o benefício do acionista dissidente) do acervo líquido da companhia, para fins de reembolso do valor das ações por ele detidas até então.

O direito aos lucros também apresenta, de forma bastante destacada, essa dupla característica (patrimonial e política), além de ser diretamente dependente de outros direitos societários para o seu pleno exercício, conforme será apresentado em detalhes no Capítulo

II deste trabalho. Afinal, é dele que surge a prerrogativa do acionista de participar do processo deliberativo (distributivo) do lucro, podendo escolher, entre outros aspectos, a forma pela qual deseja auferir as vantagens econômicas proporcionadas pela atividade empreendida pela companhia: seriam distribuídos dividendos ou retidos lucros para fins de autofinanciamento da sociedade? Em qual proporção? Em que momento os dividendos seriam pagos, uma vez que se optasse por distribuí-los? Todas essas questões transcendem o aspecto puramente patrimonial e ganham contexto político-societário, sendo a fonte de inúmeras disputas e conflitos de interesses cuja solução dependerá, na maioria dos casos, da análise conjunta e integrada de todos os demais direitos, deveres e poderes que fundamentam a existência da participação social.

Uma outra importante classificação dos direitos inerentes à participação social acionária reside na distinção entre, (1) de um lado, os direitos abstratos, eventuais ou “não ativados” e, (2) de outro lado, os direitos concretos, adquiridos ou “ativados”. Sinteticamente, os primeiros podem ser definidos como aqueles que fundamentam a própria posição ou *status socii* do acionista em relação à companhia, embora não sejam imediatamente exercíveis por seus respectivos titulares, enquanto os últimos comportam todas as pretensões atuais que, observadas algumas condições e situações, decorrem dos direitos abstratos, garantindo ao acionista a titularidade sobre um novo objeto, distinto e segregado da ação (valor mobiliário) que lhe deu origem.

O melhor exemplo dessa distinção pode ser encontrado no direito aos lucros e no direito concreto aos dividendos deliberados³⁹. A todos os acionistas, em razão da própria natureza das sociedades no Direito brasileiro (cf. Subcapítulo 1.1), é garantido abstratamente um direito aos lucros sociais. No entanto, a efetiva fruição (direito) sobre uma das possíveis formas de materialização dos lucros na esfera patrimonial do acionista, a ocorrer via valorização das ações ou distribuição de dividendos, apenas será “ativada” ou concretizada após a apuração de lucros nos balanços sociais e a ocorrência de uma deliberação de sócios que (i) preveja a sua distribuição (no caso dos dividendos comuns), (ii) não afaste

³⁹ Conforme bem destaca Jorge Santos Costa: “A consequência mais significativa desta distinção reside na circunstância de os direitos concretos se radicarem na esfera jurídica do respectivo titular como vulgares direitos de crédito perante a entidade devedora e se configurarem como direitos autônomos em relação aos direitos abstractos de que derivam. Um exemplo típico desta situação é o direito ao dividendo já deliberado. Quanto a este direito concreto, que a generalidade da doutrina assimila a um direito extracorporativo, dir-se-á, citando o FERRER CORREIA, que ‘o sócio apresenta-se ante a sociedade não sob essa veste, mas como qualquer credor – como qualquer terceiro. O título que invoca não é a qualidade de sócio – que, aliás, ele pode entretanto ter perdido – mas unicamente a deliberação da assembleia geral: a deliberação que, perante o balanço, aprovou o dividendo.’ (SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 61).

expressamente o seu pagamento compulsório aos acionistas (no caso dos dividendos mínimos obrigatórios) ou (iii) determine a sua retenção para fins de financiamento das atividades sociais.

Além da distinção fundada no seu conteúdo patrimonial ou político – cujos exatos contornos podem sofrer variações significativas a depender do enfoque a partir do qual se busque analisá-los – ou na sua perspectiva de mera abstração (potencialidade) ou efetiva concretização, os direitos societários podem ainda ser enquadrados em uma última classificação que se revela muito significativa, por levar em consideração a natureza jurídica específica que certos direitos dos acionistas assumem na participação social e por ser também a única que é consagrada na LSA. Sob essa nova perspectiva, os direitos inerentes à participação societária podem assumir a condição de direitos instrumentais de participação ou de direitos essenciais (individuais) do acionista.

Os direitos instrumentais de participação são todos os direitos, patrimoniais ou políticos, que visam garantir ao acionista os meios para exercer uma participação ativa na estrutura organizativa da companhia e a tutela de seus interesses particulares. São determinados por lei, pelo estatuto social ou em acordos parassociais, e nem sempre são revestidos de caráter obrigatório ou mesmo de um conteúdo único e exclusivo, razão pela qual podem ser modificados, delimitados ou até suprimidos a depender da forma como são regulados nos estatutos sociais ou determinados nas deliberações sociais majoritárias⁴⁰. O exemplo mais claro desse primeiro grupo é o direito de voto⁴¹, que pode ser afastado ou tão somente limitado em função da espécie e da classe de ações, tal como normalmente se verifica diante dos direitos atribuídos às ações preferenciais. Esse mesmo exemplo evidencia uma outra característica importante dos direitos instrumentais de participação: o fato de alguns deles poderem ser aplicados apenas a um grupo de acionistas, e não de maneira uniforme e indistinta a todos eles, sem que isso traga qualquer prejuízo para o equilíbrio societário.

⁴⁰ “Os direitos essenciais e imutáveis se opõem, assim, aos chamados direitos não essenciais ou sociais, que podem ser modificados ou mesmo afastados por deliberação majoritária. Ao contrário dos direitos essenciais, que por sua natureza devem ser objeto de elenco *numerus clausus*, os direitos sociais não podem ser enumerados, até porque decorrem de dispositivos estatutários que irão variar de acordo com a natureza da companhia, segundo assinalou Gudeste Pires.” (Cf. BARBOSA, Marcelo, ‘in’ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. p. 300).

⁴¹ Pelo menos o direito de voto em *sentido estrito*, ou seja, enquanto um direito não exercível por certas espécies e classes de ações até que se verifique a ocorrência de um evento capaz de, por expressa determinação da LSA, pôr fim à suspensão desse direito, a saber: (i) o não pagamento de dividendos (art. 111, § 1º, da LSA) e (ii) a liquidação da sociedade (art. 213, § 1º, da LSA) (Cf. RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. pp. 160-161).

Os direitos essenciais do acionista também são eminentemente patrimoniais ou políticos, porém, diferentemente dos demais direitos societários, são considerados verdadeiros instrumentos de proteção dos interesses dos sócios⁴². Interesses individuais esses que foram em parte limitados no momento em que o acionista passou a fazer parte de uma estrutura organizativa societária complexa, desenvolvida com a finalidade de realizar atividades econômicas em prol de uma coletividade (e não somente do indivíduo que é parte dela). Tratam-se dos direitos que representam as bases essenciais da participação acionária (os chamados *Sonderrecht* do direito alemão⁴³), razão pela qual servem como fundamento da própria qualidade de acionista e, conseqüentemente, da preservação da organização societária em si. São direitos que – se violados ou não existentes – acabam por eliminar a razão de ser da companhia, deixando de existir os motivos para a permanência da estrutura organizativa social nos termos concebidos pelos sócios. Em última instância, a participação social fica desprovida do seu conteúdo mínimo de existência. Por esse motivo, todos os direitos qualificados como essenciais são tanto inderrogáveis, quanto irrenunciáveis. Pelo primeiro, não se revela possível que os sócios e os órgãos sociais afastem ou suprimam, independentemente da forma, quaisquer dos direitos essenciais, pois tal medida determinaria a própria perda de significado da organização societária, colocando em risco a sua continuidade enquanto tal. Pelo segundo, já não se admite que os sócios promovam a extinção dos seus direitos essenciais, ainda que essa extinção não se opere em caráter normativo para todas e quaisquer situações similares futuras, mas apenas em um contexto determinado e presente⁴⁴. É por essa razão que “*esses direitos existem enquanto existirem a sociedade e o sócio, sendo nulas as regras que os revoguem, em caráter permanente, anulável sua violação, no caso concreto, e ineficazes as deliberações que afetem direitos especiais de determinado grupo de sócios, como os titulares de ações preferenciais, por*

⁴² “Partindo da idéia de que a condição de sócios (ou a “qualidade de membro”, como diz o art. 91 do decreto-lei n.º 2.627) deve ter um substrato intangível, o status socii exige a consagração de uma série de proteções individuais, que impeça se lhe retire as características essenciais, tal como o status civitatis demanda a institucionalização de um mínimo de garantias individuais.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 302).

⁴³ Cf. TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. I. São Paulo: José Bushatsky, 1979. p. 279.

⁴⁴ “É renunciável o direito que pode ser extinto através de uma declaração para o efeito dirigida à sociedade pelo sócio e que apenas produz efeitos num caso concreto; é derogável o direito que possa ser afastado através de cláusula estatutária que, pelo seu caráter normativo, produz efeitos para todos os casos idênticos que no futuro ocorram, em relação aos sócios actuais e àqueles que no futuro adquiram essa qualidade.” (PITA, Manuel António. *Direito aos Lucros*. Coimbra: Almedina, 1989. pp. 142-143).

exemplo.”⁴⁵

Os direitos essenciais inerentes à participação social de um acionista, no contexto da sociedade por ações, estão todos previstos no art. 109 da LSA e se mantiveram sem alterações significativas em relação ao seu equivalente no art. 78 do já revogado Decreto-Lei nº 2.627/1940. Tais direitos são verdadeiros direitos subjetivos⁴⁶, uma vez que, além de garantirem aos seus titulares (os proprietários das ações) a possibilidade de viabilizar seus interesses particulares, ainda concretizam a finalidade associativa (e lucrativa) para a qual a sociedade foi concebida.

O direito aos lucros, além de seu conteúdo eminentemente patrimonial e que se relaciona com outros direitos inerentes à participação social, tendo por objetivo proteger seu conteúdo (como no caso dos direitos fiscalizatórios, para fins de apurar os documentos contábeis da companhia) e viabilizar o seu exercício (direito de voto nas assembleias de acionistas), é expressamente qualificado pela LSA (art. 109, I) como um dos direitos essenciais que fundamentam a participação social e que lhe dão significado. Suprimir ou limitar esse direito, sob qualquer forma, significa colocar em risco a própria natureza da companhia e o motivo do acionista para permanecer a ela vinculado.

Ao lado dos direitos societários (patrimoniais ou políticos; abstratos ou concretos; essenciais ou instrumentais de participação), há ainda os *poderes* como um componente importante da posição ativa da participação social. Os poderes são as prerrogativas assumidas pelos acionistas em virtude do exercício e cumprimento dos diversos direitos e deveres que são inerentes à sua participação societária. É o que ocorre, de maneira bastante paradigmática, com o poder de controle sobre a gestão dos negócios da companhia. O controle não é um direito, mas sim uma aptidão desfrutada por um determinado acionista (ou grupo de acionistas) em razão das circunstâncias fáticas e jurídicas que qualificam a sua participação social de maneira particular. Dessa forma, o acionista que detenha ações em quantidade suficiente para, de modo permanente, lhe assegurar a maioria dos votos nas deliberações sociais e das indicações dos membros dos órgãos de administração, determinará os rumos da atividade social e será considerado controlador da companhia, caso também utilize de maneira efetiva essa capacidade em seu benefício. É exatamente o que dispõe o art. 116, I e II, da LSA. O poder de controle é algo que se opta por exercer em contextos

⁴⁵ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 39-40.

⁴⁶ “Nessas condições, independentemente da qualificação do art. 78 como material ou instrumental, a norma nêle contida atribui ao acionista autênticos direitos subjetivos, e, correlativamente, obrigações à sociedade.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 304).

específicos, sempre que reunidas as condições previstas em lei ou no estatuto social. Ao ser efetivamente exercido, passa a sujeitar o seu titular aos benefícios que tal prerrogativa lhe proporciona, mas também impõe a ele, comparativamente aos demais acionistas, a necessidade de cumprir, em razão da posição particular e especial que assumiu na companhia, um amplo conjunto de deveres voltados exclusivamente a impedir os abusos decorrentes dessa posição de poder (art. 117, §§ 1º, 2º e 3º, da LSA).

Muitos dos prejuízos impostos aos sócios no que se refere à (falta de) distribuição de lucros não se deve em razão da inexistência de um direito geral e abstrato aos lucros (que é expressamente garantido como um direito essencial desde o Decreto-Lei nº 2.627/1940), mas simplesmente em razão dos abusos e desvios cometidos pelos acionistas controladores no uso de suas prerrogativas de poder de controle e de orientação em relação à destinação final do lucro no contexto societário⁴⁷.

Ainda no lado ativo da participação social, colocam-se também as *expectativas legitimamente tuteladas* (ou simplesmente os *direitos expectativos*). Tratam-se das “situações de espera” em que são colocados os sócios em relação ao surgimento de direitos decorrentes da participação social. O caso que melhor ilustra essa situação é o direito do acionista aos dividendos, conforme se demonstrará ao longo do Capítulo III, pelo menos em um dos três possíveis perfis que tal direito pode assumir no contexto da participação social. Vale dizer: enquanto uma legítima expectativa que o acionista tem ao crédito de dividendo (lucro futuro a ser distribuído), mesmo quando ainda não existam as condições financeiras (apuração de lucro e sua contabilização em linguagem técnica-contábil) e jurídicas (aprovação de balanço e da destinação do lucro) para a determinação efetiva desse crédito e o seu respectivo pagamento.

Por sua vez, no lado passivo da participação social estão alocados os deveres gerais dos sócios, as sujeições e também os ônus relativos à convivência societária.

Os *deveres* inerentes à participação social representam as condições mínimas para a manutenção do equilíbrio societário. Revelam-se como verdadeiros fundamentos de conduta dos acionistas perante a companhia, de forma a não apenas viabilizar o exercício da atividade econômica pretendida, mas também a dar condições para que os direitos essenciais e individuais de cada um dos demais acionistas possam ser efetivamente realizados. Dessa forma, esses deveres apenas ganham significado e função quando inseridos na participação social, a exemplo do que ocorre com os direitos societários.

⁴⁷ Nesse sentido, vide LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 11-33.

No ordenamento societário da companhia, o dever de maior significado é o de aporte de bens ou recursos – formalizado através da integralização do capital social (arts. 106 e 107 da LSA) – cuja consequência é determinar o limite da responsabilidade patrimonial dos acionistas e contribuir, ao menos inicialmente, para a formação do patrimônio social autônomo da companhia. Se a intenção é a realização de uma atividade econômica e a distribuição de lucros, é essencial que as condições e os investimentos minimamente necessários para tanto sejam viabilizados, por isso a imposição de deveres tão rígidos aos acionistas no que concerne tanto à formação adequada do capital social (art. 10 da LSA), quanto o respeito ao princípio da sua intangibilidade⁴⁸ para fins de distribuição de resultados (art. 189 da LSA).

Outro dever de grande importância no contexto da sociedade por ações é o que impõe a todo acionista a obrigação de votar sempre no intuito do interesse social. Esse interesse, conforme visto no Subcapítulo 1.1, pode ser limitado ou fundamentado com o objetivo de contemplar outros elementos que não apenas a maximização do lucro. Na realidade, ao se tratar de uma sociedade de economia mista ou empresa pública, tais interesses podem, a depender do contexto, até mesmo afastar o lucro e a sua distribuição na forma de dividendos, sempre que o interesse público assim determinar, embora jamais possam retirar o fundamento lucrativo como uns dos fins da sociedade. Na sociedade privada, interesses de outra natureza podem se fazer presentes a ponto de não tornar o interesse social um reflexo integral da política da maximização do lucro, mas também não podem determinar a sua orientação para uma finalidade diversa. Encontrar esse equilíbrio e pautar as decisões em critérios que busquem determiná-lo são deveres a serem cumpridos no exercício das funções inerentes à participação social. Se o acionista assumir a posição de

⁴⁸ O princípio da intangibilidade do capital social impede que a companhia distribua dividendos aos acionistas se inexistir uma efetiva apuração de lucro que torne o patrimônio líquido da sociedade positivo. Diante de um resultado negativo, portanto, a companhia deverá, no mínimo, recompor os recursos equivalentes ao montante do capital social para, a partir de então, estar apta a promover (se assim for determinada) a efetiva distribuição de excedentes aos acionistas. *“O capital social, diz-se, é intangível, querendo com isso significar-se que os sócios <<não podem tocar>> no capital social, i. é, aos sócios não poderão ser atribuídos bens nem valores que sejam necessários à cobertura do capital social. É uma solução que se alcança obstando a que o patrimônio líquido da sociedade desça – por virtude da atribuição de bens aos sócios – abaixo do capital social (a que a nossa lei faz crescer o valor das reservas indisponíveis). O capital social é, pois, hoc sensu, intocável – intangível – pelos sócios. Isto não significa, porém, que o valor do patrimônio não possa descer abaixo da cifra do capital. Se assim fosse, a sociedade deveria ser dissolvida sempre que tivesse perdas. O princípio não visa, pois, proteger e acautelar os terceiros credores contra as perdas resultantes da atividade empresarial da sociedade, mas, isso sim, impedir que o patrimônio líquido da sociedade desça abaixo da cifra do capital social, em virtude da atribuição aos sócios – enquanto sócios e não enquanto terceiros, esclareça-se – de valores de qualquer natureza.”* (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. 2ª Edição. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. p. 133).

controlador, deterá ainda o dever subjacente de não abusar do poder decorrente do exercício do controle, entre os quais está o de não orientar a companhia para fim estranho ao objeto social, lesivo ao interesse nacional ou de forma a favorecer outra sociedade, em prejuízo das participações dos acionistas não controladores nos lucros ou no acervo da companhia (art. 117, § 1º, I, da LSA).

Por sua vez, também compõem o polo passivo da participação social as *sujeições*. Trata-se de situações jurídicas que colocam os acionistas diante de uma imposição determinada pelo poder ou pelo exercício de um direito potestativo dos demais, sem que tenha possibilidade de impedir, nem sequer interferir. É a partir do exercício do seu poder de controle, que o acionista majoritário pode impor seus legítimos interesses aos minoritários, como por exemplo, o de nomear o grupo de administradores da companhia ou mesmo o de escolher a forma como o lucro de um certo exercício social deverá ser distribuído entre os sócios. Deixando de haver o exercício legítimo do poder ou dos direitos potestativos por parte do controlador, não há mais verdadeira sujeição, mas sim abuso de poder ou de direito, que deve ser reprimido.

Por fim, há que se destacar também os *ônus* que integram a participação social, ou seja, todas as situações diante das quais os acionistas precisam realizar certas condutas, caso desejem usufruir de um determinado benefício. É o que ocorre, por exemplo, para a propositura de ações judiciais. Muito embora ao acionista seja garantido o direito essencial ao lucro, e tal direito possa ser ilegitimamente restringido em virtude de diversas atitudes adotadas por parte de outros acionistas ou administradores, será necessário que o prejudicado proponha ações judiciais específicas a fim de fazer prevalecer seus direitos, assumindo, por consequência, os ônus daí decorrentes, que incluem desde o adiantamento de parte das custas judiciais, até a reunião das provas e outros documentos pertinentes para evidenciar o abuso cometido e o resultado pretendido com a ação.

Todos os direitos, poderes, expectativas, deveres, sujeições e ônus inerentes à participação social (*status socii*) – que não se limitam, obviamente, àqueles discorridos acima com o intuito de apenas ilustrar alguns pontos que serão aprofundados nos Capítulos seguintes – são estruturados de forma harmônica, tendo por finalidade viabilizar o desenvolvimento da atividade econômica e a repartição dos lucros entre os diversos acionistas da companhia.

A participação social, apesar dos diversos elementos que a compõem, deve ser encarada em sua unidade, sendo a aquisição ou a subscrição da ação, no caso das sociedades

anônimas, a forma típica para o exercício das posições ativas e passivas a ela inerentes.

1.2.3. A natureza jurídica (unitária) da participação social e o destaque de direitos inerentes

Uma vez analisado o conteúdo da participação societária – bem como a forma segundo a qual seus elementos estão estruturados, com a finalidade de viabilizar o interesse econômico do titular da ação – é preciso agora qualificar a sua natureza jurídica. Essa qualificação releva-se importante porque é a partir dela que será determinada se os direitos inerentes à participação social – em especial, o direito do acionista aos dividendos – podem ser destacados e negociados de forma independente da ação, sem que isso represente uma divisão ou fracionamento ilegítimo do seu conteúdo.

A participação societária revela-se um instituto complexo devido aos diversos elementos que compõe o seu núcleo. Foi em razão dessa particularidade que surgiram, conforme bem sintetiza Pedro Pais Vasconcelos⁴⁹, duas correntes opostas em relação a perspectiva sob a qual a participação societária poderia ser analisada: (i) a *atomística*, assim referida por entender a participação social a partir de uma perspectiva de múltiplos direitos e deveres, que, embora interligados entre si, não dependem da existência um do outro e podem ser segregados sem afetar a continuidade ou mesmo a natureza da referida participação; e (ii) a *unitária*, que também compreende a participação societária como sendo um conjunto formado de diversos direitos e deveres (na realidade, posições ativas e passivas, que englobam também poderes, ônus, sujeições e expectativas), mas que, diferentemente do defendido pela corrente atomística, dependem um do outro para garantirem aos seus titulares o pleno exercício das funções participativas dentro da sociedade⁵⁰, razão pela qual a segregação de um deles em relação aos demais não afeta apenas a natureza jurídica da participação social, mas também a sua própria existência enquanto um todo unitário.

⁴⁹ VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 392-400.

⁵⁰ “O direito do sócio é uma posição jurídica activa, mas também passiva, que configura um direito subjectivo complexo: o direito social. O direito subjectivo é simultaneamente uno e plural. A afectação jurídica dum bem à realização dum ou mais fins de pessoas individuais implica uma pluralidade de instrumentos, de operadores, de ferramentas jurídicas. (...) Como posição jurídica activa complexa, o direito subjectivo engloba, num feixe ordenado finalisticamente à afectação daquele bem àqueles fins daquela pessoa, posições jurídicas activas e passivas: faculdades de aproveitamento, pretensões creditícias e poderes potestativos, mas também vinculações genéricas, débitos obrigacionais, sujeições, e ainda ônus e expectativas. Um direito subjectivo tão complexo como o direito social é um micro-sistema móvel.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 170-171).

Em decorrência da leitura proposta pelos defensores da corrente atomística, foi possível conceber a visão de que os direitos dos sócios, embora tenham o fundamento de sua existência na participação societária, são independentes entre si, podendo ser segregados do todo e negociados de maneira autônoma sempre que forem revestidos de algum caráter patrimonial. Um dos defensores dessa teoria foi Raúl Ventura⁵¹, cujos comentários feitos ao art. 999.º do Código Civil português encontram fundamentos semelhantes no art. 1.026 do CCBra, razão pela qual podem ser invocados também para a interpretação do Direito brasileiro. Conforme argumenta esse autor, a execução realizada por credor de sócio de uma sociedade simples não pode recair sobre a quota representativa da completude da sua participação societária. Se assim fosse, seria preciso admitir que, em virtude de uma mera cobrança de dívida, um terceiro estranho àquela sociedade poderia dela se tornar sócio e participar (provavelmente sem o vínculo de afinidade típico que a sociedade de pessoas requer) da realização da sua atividade econômica. Por essa razão, a lei teria previsto que os direitos dos credores deveriam ser satisfeitos a partir dos lucros ou das parcelas de liquidação que coubessem ao sócio devedor, limitando, dessa maneira, a extensão da garantia à uma parte do componente típico da participação social. Nos termos desse regime, Raúl Ventura concluiu então haver evidências suficientes no direito societário para fundamentar a participação social como uma pluralidade atomística e para afirmar que: “a) A participação social não é constituída por um só direito de sócio; b) Os direitos patrimoniais componentes da participação podem ser isolados para o efeito de serem transmitidos; c) A transmissão tem por objeto os direitos, tal como compõem a quota.”. No entanto, o próprio autor, embora ainda negando a concepção unitária da participação societária, argumentou posteriormente que o negócio jurídico de cessão de quotas deve ser entendido com um ato de transmissão único, no qual o titular da quota transfere uma posição contratual una, integrada e complexa, repleta de direitos e vinculações⁵². Essa última constatação já parece indicar (ainda que não expressamente) uma visão mais unitária da participação social, sem, porém, afastar por completo a possibilidade de realizar o seu desmembramento para fins de negociação de seus respectivos componentes de maneira autônoma⁵³.

⁵¹ VENTURA, Raúl. *Reflexões Sobre Direitos de Sócios*. Vol. 3. CJ, IX, 1984. pp. 7-12.

⁵² VENTURA, Raúl. *Sociedade por Quotas*. Vol. I. Coimbra: Almedina, 1987. p. 572.

⁵³ Embora tratando de quotas de sociedades de pessoas, o argumento apresentado por Raúl Ventura é muito pertinente, pois coloca em discussão a visão de ser possível realizar (ou não) a cisão de direitos inerentes à participação social, a fim de utilizá-los como objetos exclusivos de negócios jurídicos dispositivos, o que, por motivos óbvios, ganha relevância no contexto de todos os tipos societários. Por essa razão, ainda que os regimes relativos à circulação de quotas e de ações não possam ser equiparados, a visão exposta por Raúl Ventura tem

De acordo com Pedro Pais Vasconcelos, a tese da participação social como uma pluralidade atomística, em termos semelhantes àqueles apresentados por Raúl Ventura, embora seguindo linhas argumentativas distintas, encontra vozes importantes também no Direito alemão, especialmente em Walther Hadding, Heinz Klink e Sönke Peters. Para esses autores, “*não há verdadeira unidade na participação social, que não deve ser qualificada como um direito subjectivo. Na participação social, (...), existe uma relação jurídica complexa, que comporta os direitos e obrigações actuais e que podem vir a dela emergir no futuro de um modo dinâmico.*”⁵⁴. Os direitos inerentes à participação social, sob uma perspectiva dinâmica e atomística, impõem a necessidade de tratá-los como elementos distintos – ou seja, não verdadeiramente interligados e voltados a satisfazer o fim da sociedade –, motivo pelo qual podem ser separados das bases que lhes dão origem, ganhando forma própria e servindo como objeto distinto de negócios jurídicos subsequentes.

Entretanto, a corrente doutrinária majoritária⁵⁵ segue a visão de que a participação societária é una, o que significa que os direitos e deveres a ela inerentes (além dos demais elementos constitutivos de suas posições ativas e passivas) não podem ser segregados e transmitidos de maneira independente do título representativo (e atributivo) da referida participação, exceto nos casos em que a lei expressamente permitir. Dessa globalidade estruturada de direitos e deveres, os adeptos da visão unitária da participação social partem para conceituá-la, a depender do enfoque a ser dado à análise, ora como uma relação jurídica, ora como uma posição jurídica do sócio nessa relação, ora como um *status socii*, ora como

o mérito de colocar em foco a discussão sobre a qualificação jurídica da participação societária em si mesma, e não dos títulos (quotas ou ações) utilizados para a sua representação. Dessa forma, sua posição (atomística) da participação social pode ser estendida também às sociedades por ações, não para defender que a execução contra o acionista devedor deva recair apenas sobre os dividendos ou a quota de liquidação social, mas sim para viabilizar a ideia de que direitos inerentes à participação social podem, em outros contextos negociais, ser segregados (destacados) e transferidos de maneira autônoma. Contudo, essa posição de Raúl Ventura não passou ilesa às críticas de Pedro Pais Vasconcelos, para quem o regime do art. 999.º do Código Civil português tem mais a ver com a personalidade, o *intuitus personae*, das sociedades de pessoas, do que com uma pretensa divisibilidade do direito social. Afinal, é característico das sociedades de pessoas que sócios estranhos não penetrem na intimidade social sem o consentimento de todos os outros. O argumento de Raúl Ventura seria, portanto, cf. argumenta Pedro Pais Vasconcelos, intransponível às sociedades por ações, não por conta da necessária distinção que há entre ações e quotas, mas sim em razão do caráter capitalista (e não pessoal) que tipicamente as revestem (VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis – O problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social*, ‘in’ *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 1999. p. 170).

⁵⁴ VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 397.

⁵⁵ Nesse sentido, ver: (i) em Portugal: (i.a) CORREIA, A. Ferrer. *Lições de Direito Comercial*. Lisboa: Reprint, Lex, 1994. p. 398; (i.b) OLAVO, Carlos. *Deveres e Direitos do Sócios nas Sociedades por Quotas e Anónimas*. Lisboa: Estruturas Jurídicas da Empresa, AAFDL, 1989. p. 57; e (i.c) CORREIA, Miguel Pupo. *Direito Comercial*. 5ª Edição. Lisboa: SPB, 1997. p. 524; (ii) na Alemanha: LUTTER, Marcus. *Theorie der Mitgliedschaft*. AcP, 180, 1980. p. 158; e (iii) no Brasil: ver Nota de Rodapé nº 62 deste Capítulo I.

um verdadeiro direito subjetivo, ou ainda como uma conjugação dessas diversas perspectivas. É nessa linha que caminha parte importante da doutrina alemã⁵⁶.

Herbert Wiedemann⁵⁷ qualifica a participação societária a partir de uma dupla característica (*Doppelcharakter*): como um direito subjetivo e como uma relação jurídica. Todas as relações jurídicas estabelecidas entre os sócios e a sociedade, que são reguladas a partir dos componentes ativos e passivos da participação social, são conjugadas e unificadas na posição jurídica que o acionista detém na companhia. Essa posição jurídica serve de objeto de um direito subjetivo de caráter parcialmente pessoal e parcialmente patrimonial, uma vez que garante ao sócio, de forma concomitante, a capacidade de participar da estrutura organizativa social e a titularidade sobre uma parcela do patrimônio da companhia. Esse direito subjetivo unitário, que viabiliza o acesso direto à participação social, pode ser cedido, onerado com usufruto ou penhor, ser objeto de abandono ou renúncia, desde que considerado em sua integralidade e observado o regramento específico dos negócios de disposição a ele relativos⁵⁸.

Seguindo uma forma de pensamento bastante similar, posicionam-se ainda Mathias Habersack⁵⁹ e Karsten Schmidt⁶⁰. Para ambos, a participação social é um direito subjetivo à uma situação jurídica unitária (*status socii*), que é emergente da comunhão de certa pessoa em uma estrutura associativa (societária), na qual estão reunidos todos os direitos e deveres do sócio, e a partir da qual o sócio estabelece uma série de relações jurídicas para com a sociedade e os demais integrantes dela. Dessa forma, a participação social seria ao mesmo

⁵⁶ Cf. VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 398-400. Em linha com a corrente doutrinária alemã, também se posiciona Oliveira Ascensão, para quem o caráter unitário da participação social reside na necessidade de se impedir a perturbação dos elementos nela contidos. O acionista não poderia dispor dos direitos abstratos inerentes à ação, os quais seriam transmissíveis, necessariamente, com a própria ação, mas apenas os direitos concretos dela resultantes (a exemplo do direito ao dividendo já deliberado) (ASCENSÃO, José Oliveira. *Direito Comercial*. Vol. IV. p. 253, apud: ESTACA, José Marques. *O Destaque dos Direitos de Voto em Face do Código dos Valores Mobiliários*, 'in' *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*. Vol. II. Coimbra: Almedina, 2008. p. 1351).

⁵⁷ WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftrecht*. München: Beck, 1980. Vol. I. p. 95; e *Die Übertragung und Vererbung von Mitgliedschaftsrechten bei Handelsgesellschaften*. Beck, München, Berlin, 1965. p. 39, apud: VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 398-399.

⁵⁸ Essa mesma visão é sustentada ainda por Marcus Lutter, que “*afirma categoricamente a unidade estrutural da participação social: Die Mitgliedschaft ist in privatrechtlichen Korporationen ist von durchaus einheitlicher rechtlicher Struktur. Entende essa estrutura jurídica de um modo plúrimo, como relação jurídica, como objeto de direitos susceptível de transmissão e de oneração, e como direito subjetivo.*” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 399).

⁵⁹ HABERSACK, Mathias. *Die Mitgliedschaft – subjektives und “sonstiges” Recht*. Tübingen: Mohr. 1996, apud: VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 399.

⁶⁰ SCHIMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*, 4. Aufl., Carl Heymanns, Köln, Berlin, Bonn, München, 2002. pp. 547 e 560-562, apud: VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 399.

tempo um direito subjetivo e uma relação jurídica complexa, em que as diversas vinculações estabelecidas são meramente instrumentais (e, portanto, não autônomas) do direito subjetivo em si do sócio. Por consequência, a tentativa de segregar elementos integrantes desse núcleo seria inadmissível⁶¹.

No Brasil, a doutrina tende a confirmar a natureza unitária da participação social, defendendo uma visão muito próxima àquela sustentada pela corrente majoritária alemã, especialmente quando se analisa a participação social a partir da posição jurídica assumida pelo sócio (acionista) no contexto da sociedade anônima⁶². No entanto, diferentemente dos autores daquele país, a doutrina brasileira define a participação societária sob uma única perspectiva (que é, sem dúvida, a mais destacada), em linha com as lições de Tullio Ascarelli⁶³: trata-se de uma situação jurídica (*status socii*) atribuível ao sócio, marcada pela complexidade e dinamicidade dos seus elementos constitutivos (cf. descritos no Subcapítulo 1.2.2).

Essa firme opção pela globalidade estruturada da participação social revelou-se uma tendência a partir da vigência do Decreto-Lei nº 2.627/1940, que revogou o Decreto nº 434/1891 – o diploma normativo que regulava as sociedades por ações no Brasil até então – e cujo art. 18 dispunha o seguinte em relação às ações de emissão das companhias:

“Art. 18. O capital social deve ser dividido em ações.

§ 1º As ações se podem dividir em fracções de valor igual.

⁶¹ “Não podem, em princípio, ser autonomizados da participação social nem transferidos separadamente para a titularidade de terceiros os direitos, principalmente os direitos potestativos, que integram a participação social.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 400).

⁶² Por todos, vide: (i) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. I. 12ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2013. pp. 369 e ss.; (ii) LAZZARESCI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotadas*. 4ª Edição. Rev., Atual. e Ampl. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 82 e ss.; e (iii) EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. Vol. I. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 195.

⁶³ Para Tullio Ascarelli, a participação societária se apresenta como um *status socii* (ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*. São Paulo: Saraiva, 1943. p. 185, e *Appundi de Diritto Commerciale*. 2ª Edição. Roma: Foro Italiano. pp. 219 e ss). A posição jurídica assumida pelo sócio na sociedade revela-se como uma situação da qual derivam deveres, de um lado, e direitos patrimoniais e não patrimoniais, de outro. Todos os deveres, direitos e poderes têm um regime jurídico próprio, não sendo possível classificá-los apenas como reais ou obrigacionais, e muito menos determinar um único momento para a sua “constituição e extinção, aquisição e perda, que podem ocorrer separadamente do momento da aquisição e perda da qualidade de sócio, e até mesmo a transferência de alguns deles pode ter lugar independentemente da transmissão da posição de sócio” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 414). O pressuposto societário, assumido a partir da aquisição da ação, atribui ao seu titular um *status socii*, que deve ser encarado não em sua concepção original (medieval) – ou seja, enquanto um atributo jurídico-social concedido aos sujeitos integrados à uma coletividade organizada de caráter necessário –, mas sim como uma real condição para a existência de uma multiplicidade de direitos e obrigações, em consideração à sua participação na organização social.

§ 2º As fracções, reunidas em numero que dê valor equivalente ao da acção, serão consideradas como formando uma acção e conferirão os direitos que teem por base a acção como unidade.

§ 3º O dono de cada fracção poderá exercer separadamente os direitos que não entram na definição do numero antecedente, como o da alienação e o de receber dividendos. (Lei n. 3150 de 1882, art. 7º; Decr. n. 8821 do mesmo anno, art. 8º; Decr. n. 164 de 1890, art. 7º)” (De acordo com a grafia original) (Destaques nossos)

Conforme é perceptível a partir da redação dos §§ 1º e 3º do dispositivo legal acima referido, a ação podia ser legitimamente fracionada, cabendo à cada uma das frações acionárias alguns dos direitos inerentes à participação social. Dito de outra maneira, os componentes ativos e passivos da participação social, representados e exercidos em sua completude a partir da titularidade da ação (inteira), poderiam ser segregados, permitindo que o titular de uma fração exercesse certos e determinados direitos de forma proporcional ao valor integral da ação, enquanto outros direitos, estabelecidos em lei ou nos estatutos sociais, tais como os de voto e os de requisição da liquidação da companhia, apenas poderiam ser exercidos quando a ação estivesse recomposta. Vale dizer: quando cada uma das frações acionárias, anteriormente detidas por titulares distintos, voltassem a ser reunidas sob uma única titularidade, retornando a ação à sua unidade.

A principal razão para a adoção dessa regra no antigo diploma legal das sociedades por ações apoiava-se, essencialmente, no interesse de facilitar o acesso de pequenos investidores ao capital acionário das companhias⁶⁴. No entanto, essa visão era bastante criticada por José Xavier Carvalho de Mendonça, uma vez que o interesse em ampliar o acesso ao mercado acionário poderia ser conquistado mediante o simples desdobramento de ações⁶⁵, sem precisar impor aos participantes do mercado de capitais qualquer restrição à

⁶⁴ RUSSEL, Alfredo. *Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro, 1929. p. 224, apud: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 317.

⁶⁵ Aqui, é importante fazer uma rápida distinção. O fracionamento da ação (conforme permitido no antigo Decreto n.º 434, de 4 de julho de 1891, mas atualmente vedado) não se confunde com o desdobramento de ações (este sim, permitido pela atual LSA). Naquele, como se viu, ocorria, por uma vontade do acionista, a segregação do conteúdo da participação social, permitindo aos respectivos titulares das frações acionárias o exercício, proporcional, de certos direitos inerentes à ação, enquanto os demais direitos ficavam suspensos até que a ação retornasse à sua unidade. Por outro lado, o desdobramento (segundo o art. 12 da LSA) viabiliza, a partir de uma decisão da própria companhia, tomada de acordo com os procedimentos deliberativos ou administrativos internos, a divisão do capital acionário em um maior número de ações, reduzindo, assim, o valor relativo de cada uma delas. Isso permite que mais pessoas possam adquirir ao menos uma ação, tornando-se verdadeiras acionistas da companhia (pois serão detentoras de uma ação inteira – representativa da completude da participação societária), e não titulares de parte dos direitos societários relativos à ação, conforme se dava com o fracionamento.

plenitude das funções inerentes à participação societária, fato este que poderia, a depender das circunstâncias, resultar em uma (indesejável) concentração de poder acionário nas mãos de alguns poucos acionistas⁶⁶. Nesse contexto legislativo, seria absolutamente possível que um acionista, com o objetivo de garantir (ou de viabilizar o pagamento de) determinada dívida junto a um de seus credores, propusesse o fracionamento da ação, de forma a atribuir a tal credor a titularidade sobre uma das frações e, conseqüentemente, sobre os dividendos que viessem a ser, oportuna e periodicamente, distribuídos pela companhia, e que correspondessem ao percentual da respectiva fração. Dessa forma, apesar dos efeitos adversos causados ao titular original da ação, que ficaria desprovido de certos direitos inerentes à sua participação social até que a ação viesse a ser recomposta, não restava qualquer dúvida de que o credor que recebesse a respectiva fração deteria um direito pleno e eficaz (embora proporcional ao valor da fração) a uma parcela dos dividendos futuros a serem eventualmente pagos aos acionistas.

Apesar da possibilidade garantida pelo Decreto nº 434/1891 para o fracionamento da ação, é importante destacar que seu art. 33 – a exemplo do que fez, posteriormente, o art. 13 do Decreto-Lei nº 2.627/1940, e do que faz o atual art. 28 da LSA – determinou expressamente ser a ação indivisível em relação à companhia. Tal prerrogativa significa a impossibilidade de se realizar a segregação ou o destaque de um direito inerente à participação social para, posteriormente, transmiti-lo de forma autônoma da ação. Se tal negócio fosse admitido (ou não fosse expressamente vedado), seria necessário reconhecer que o acionista, bem como todos os futuros proprietários das ações submetidas a esse destaque de direitos, não seriam os titulares, por exemplo, do acervo de liquidação da sociedade, dos lucros sociais ou do voto, caso tais direitos viessem a ser segregados da ação e cedidos, separadamente, a terceiros interessados apenas nestes elementos da participação social. A divisão (ou cisão) da ação se revela, portanto, uma hipótese que, se fosse admitida pelo nosso Direito, seria até mais drástica do que o simples fracionamento da ação. Afinal,

⁶⁶ Neste ponto, valem as palavras do próprio José Xavier Carvalho de Mendonça, cujos fundamentos são extraídos das lições de Félix M. Bing: *“A pessoa, que reunir essas frações em número ao valor equivalente ao da ação, será tida como acionista com os direitos que a lei confere à ação inteira. A tolerância das frações dificilmente se justifica. A lei não estabelece valor mínimo para as ações. Se é permitida a emissão de ações de mais reduzido valor, para que lançar na circulação frações de ações? Mediante esse processo, será fácil aos fundadores da sociedade conservar influência perpétua sobre esta, guardando para si a maior parte das ações inteiras e dividindo o resto em frações, ter-se-iam, então, duas classes de acionistas: uma a minoria talvez gozando todos os direitos e a administração social, a outra composta de portadores de frações, completamente à disposição dos representantes da outra classe.”* (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Mercantil Brasileiro*. Vol. II, Tomo II. Atual. por Ruymar de Lima Nucci. Campinas: Bookseller, 2001. p. 463).

enquanto neste cada fração ‘divide’ com as demais frações acionárias certos direitos de maneira proporcional, mantendo outros suspensos até que a recomposição da ação em sua unidade se efetive, naquela todos os direitos inerentes à participação social são mantidos aptos a serem exercidos, sendo, porém, alguns diretamente pelos acionistas (titulares das ações e dos direitos a elas inerentes) e outros por terceiros (os não acionistas, mas meros adquirentes dos respectivos direitos inerentes segregados da ação e comercializados de forma autônoma).

Definitiva sobre o assunto é a posição de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira ao justificarem o disposto no art. 28 da LSA: *“A ação é um complexo unitário de direitos e obrigações que a lei declara indivisível em relação à companhia (art. 28): os direitos e obrigações que a compõem, embora analisados e regulados como elementos distintos, formam um todo, ou conjunto, que a lei trata como um único objeto de direito de propriedade e de outros direitos reais; e seu titular não pode dividi-lo em partes, compreendendo, cada uma, frações dos direitos e obrigações, que sejam objeto de direito distintos e possam pertencer a pessoas diferentes. (...). O princípio da indivisibilidade compreende o da incidibilidade – a ação, como conjunto de direitos, é incidível: os direitos que a integram não podem ser destacados do conjunto e atribuídos a diferentes sujeitos (salvo no caso de usufruto, expressamente autorizado pela lei); e não é válido o ato do acionista que cede a outra pessoa, destacadamente da ação, qualquer dos direitos que a compõem.”*⁶⁷ (Destaques nossos). Esses autores argumentam ainda que a regra da indivisibilidade da ação decorre diretamente da necessidade de existirem padronizações em relação à participação acionária, pelo menos dentro das mesmas classes de ações (art. 109, § 1º, da LSA). Essa padronização é o que garante, de forma decisiva, o sucesso da ação como instrumento de investimento, capaz de reunir um grande número de pessoas em prol de um empreendimento econômico e viabilizar o desenvolvimento do mercado de capitais. Ao se admitir a divisão da ação, ou o seu mero fracionamento, romper-se-ia com essa igualdade de direitos, criando-se ações que, a depender da quantidade e qualidade dos direitos que dela fossem destacados, praticamente tornariam a participação social desprovida de qualquer conteúdo, além de trazer incertezas para as transações comerciais e para a definição dos direitos de propriedade relativos à ação.

Dessa forma, não há como deixar de se reconhecer que, à luz do Direito brasileiro, a participação societária é necessariamente unitária, não se podendo cogitar a segregação

⁶⁷ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. pp. 219-220.

dos direitos que lhes são inerentes para fins de comercialização autônoma, exceto quando a própria lei, direta ou indiretamente, determinar tal possibilidade. Essa constatação é evidente para o caso das sociedades por ações (art. 28 da LSA), mas também para todos os demais tipos societários (art. 1.056, *caput*, do CCBra), visto que a fragmentação do núcleo da participação social, se admitida, poderia não apenas configurar uma transformação ilegítima da sociedade em outro tipo associativo privado⁶⁸, como ainda tornaria a referida participação social não padronizada, dificultando o funcionamento da estrutura organizativa social e trazendo para dentro dela interesses de pessoas (os cessionários de cada um dos direitos isoladamente negociados) que, em princípio, não deveriam ser inseridas na sociedade. Os conflitos daí decorrentes seriam mais complexos que os atuais, exigindo respostas e soluções que o atual Direito societário pode não estar plenamente apto a oferecer.

Apesar da clara filiação à concepção unitária da participação social, é fundamental se reconhecer também que a legislação societária brasileira em vigor (LSA e CCBra) não deixa de apresentar diversas situações em que se permite a realização de atos ou negócios jurídicos que tenham em sua base componentes integrantes da ação ou da quota representativa da referida participação societária. Tais situações, contudo, ao contrário de justificarem uma visão atomística da participação societária, o que acabaria por viabilizar a comercialização autônoma de direitos a ela inerentes sem maiores dificuldades – em linha com o que concluiu Raúl Ventura ao analisar a situação da execução promovida por credor em face do sócio de uma sociedade simples –, na realidade reforçam o seu caráter unitário, uma vez que estabelecem claras e específicas restrições aos princípios da indivisibilidade e da incidibilidade da ação. Restrições essas voltadas a satisfazer fins bastante delimitados e previstos em lei. A unidade da participação social não pode ser satisfatoriamente compreendida sem a apreciação de cada um desses casos e a superação das dificuldades que eles possam suscitar.

Dentre as situações que apresentam um claro desequilíbrio na estrutura unitária da participação social está justamente aquela expressa no já citado art. 1.026 do CCBra. Muito embora se proíba que a execução estabelecida contra o sócio da sociedade simples recaia sobre as suas respectivas quotas (consideradas em sua integralidade e, portanto, representativas da participação societária em sua completude), a lei, por outro lado, admite a penhora e a respectiva transmissão, via leilão judicial, apenas da parte que a esse sócio

⁶⁸ Uma quota ou ação desprovida, absoluta e definitivamente, do direito aos lucros tornaria seu titular membro de uma verdadeira associação (art. 53 do CCBra), e não de uma sociedade propriamente dita (com finalidade lucrativa).

caberia, eventualmente, nos lucros ou na liquidação da sociedade. Tal disciplina legal tem o claro objetivo de satisfazer os interesses específicos dos credores, que passarão a dispor de meios efetivos para execução da sua dívida, sem que isso represente, em razão do ingresso de um terceiro estranho à sociedade, um prejuízo à convivência societária originalmente estabelecida. Não sem motivo que, para as sociedades anônimas, normalmente marcadas pelo caráter não pessoal do vínculo societário, inexistia dispositivo similar, permitindo-se que a penhora da execução recaia sobre as ações (integrais) do acionista, apesar de também não ser vedada a aplicação da solução disposta no art. 1.026 do CCBra, especialmente quando a sociedade anônima em questão se caracterizar, em razão das peculiaridades que a cercam, de caráter de pessoalidade entre os acionistas (caso típico da companhia de capital fechado, com um baixo número de sócios).

Outra situação relevante para a definição do regime jurídico da participação social sob uma perspectiva unitária encontra-se nos institutos do usufruto, do penhor e da alienação fiduciária. Quando qualquer um desses direitos tem por objeto a participação social, torna-se possível o estabelecimento de um claro desmembramento dos direitos inerentes às ações ou às quotas sociais, com a finalidade de estruturar a relação entre o usufrutuário e o nu proprietário, bem como entre o sócio e o credor pignoratício ou fiduciário. Assim ocorre quando, no penhor, a LSA permite que certos direitos de voto passem a ser exercidos apenas mediante prévia anuência do credor, enquanto todos os demais elementos constitutivos da ação permanecem sob a efetiva titularidade do acionista (devedor) (art. 113, *caput*, da LSA). O mesmo ocorre no caso do usufruto, porém de forma ainda mais evidente, visto que não apenas o direito de voto pode ser destacado e transferido para o usufrutuário da ação, como o próprio direito ao dividendo (arts. 40 e 114 da LSA e art. 1.394 do CCBra) seguirá o mesmo rumo, já que é por meio dele que se viabilizará a fruição dos resultados obtidos com a atividade social.

Tanto os casos decorrentes do processo de execução em face das quotas do sócio de uma típica sociedade de pessoas, quanto as hipóteses de oneração com direito real (de garantia ou de fruição)⁶⁹, trazem questionamentos importantes à natureza da participação

⁶⁹ Poderia ser argumentado que o próprio condomínio de ações ou de quotas (art. 28, parágrafo único, da LSA e art. 1056, § 1º, do CCBra) seria uma hipótese em que a regra da incidibilidade seria ‘excetuada’. Afinal, por meio do condomínio, viabiliza-se a titularidade de diversos indivíduos sobre a ação e/ou quota e, consequentemente, sobre os direitos a ela inerentes e dela decorrentes. No entanto, o condomínio diferencia-se das demais hipóteses aqui tratadas em razão de não promover a separação dos direitos e deveres existentes no núcleo da participação social (do *status socii*), que permanece incindível. Dessa forma, não há titularidades distintas sobre os diferentes direitos que compõem a participação social; há, sim, várias titularidades sobre o direito subjetivo à participação social em si mesma (inteira), motivo pelo qual a LSA e o CCBra estabelecem

social enquanto um direito subjetivo unitário (incindível e indivisível), mas estão longe de colocá-la em crise.

Primeiramente, em todas as situações analisadas observa-se uma clara *finalidade* para a qual a lei permite o desmembramento dos componentes da participação social. No processo de execução contra o sócio, essa finalidade está, conforme afirmado anteriormente, em viabilizar a continuidade da sociedade na qual o devedor participa, garantindo o interesse do credor apenas sobre parte do conjunto uno e global de direitos que compõe a participação social. O disposto no art. 1.026 do CCBra é, portanto, um remédio exclusivo das sociedades de pessoas, que tem mais relação com a necessidade de se manter o vínculo social e impedir a entrada de um terceiro estranho ao negócio, do que propriamente significar uma limitação ao princípio da unidade da participação social⁷⁰. No penhor ou na alienação fiduciária, há o evidente objetivo de se viabilizar a estruturação de garantias de natureza real, permitindo que, através do estabelecimento em contrato das matérias que poderão ser votadas ou vetadas pelo credor e pelo acionista devedor, crie-se uma forma para que o credor possa proteger o objeto da sua garantia (as ações de certa companhia) de eventuais desvalorizações, causadas pela adoção de políticas equivocadas ou não minimamente conservadoras da gestão das atividades sociais. Por sua vez, no usufruto, mais razão de ser há para a segregação dos direitos inerentes à participação social, já que somente dessa forma é possível garantir a fruição da atividade econômica pelo usufrutuário (a quem é alocado, por essa razão, o direito aos dividendos), bem como a manutenção da titularidade da ação (com alguns dos direitos societários, a serem definidos em contrato) pelo acionista (o nu-proprietário).

Em segundo lugar, é preciso se reconhecer que todas as hipóteses acima listadas apresentam um caráter bastante *determinável* dos direitos. Ou seja, em nenhum momento é

a figura do representante do condomínio em matéria de exercício e cumprimento dos direitos, deveres, poderes, ônus, sujeições e expectativas relativas à participação social. Por essa razão, é correto afirmar que no condomínio há simples pluralidade de sujeitos em relação à uma mesma posição ou titularidade (a propriedade da ação ou da quota), enquanto nos demais casos aqui analisados há um único sujeito com titularidade específica sobre os diferentes componentes (direitos) inerentes ou decorrentes da participação social. “*Os verdadeiros titulares dos direitos subjetivos dos acionistas serão sempre os comproprietários da ação indivisa, inclusive do direito ao dividendo, embora o poder jurídico para exercê-los caiba ao representante do condomínio.*” (Destaque nosso) (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 319).

⁷⁰ Nesse sentido, vale a lição de Pedro Pais Vasconcelos, cujos comentários ao art. 999º. do Código Civil Português são inteiramente aplicáveis ao art. 1.026 do CCBra: “*O regime dos artigos 999.º do CC (...) é privativo e exclusivo das sociedades de pessoas e não se aplica nas sociedades de capitais, cujas quotas e ações são penhoráveis nos moldes gerais. (...) [Esse regime] tem menos a ver com a divisibilidade do direito social do que com a pessoalidade, o intuitus personae, nas sociedades de pessoas. É característico – é típico – das sociedades de pessoas, (...), que não penetrem na intimidade social sócios estranhos sem o consentimento de todos os outros.*” (Acréscimo nosso) (VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 170).

dados aos acionistas a liberdade para escolher o que querem ou não ceder em benefício de terceiros. Os direitos inerentes à participação social que podem ser de titularidade de uma pessoa distinta do acionista são expressamente definidos na lei, restando pouca margem para que as partes determinem o seu conteúdo. No processo de execução contra o sócio de sociedade simples, a opção fica restrita aos lucros e/ou à quota de liquidação. Já no caso do usufruto, são transferidos aos usufrutuários os direitos aos dividendos, sendo autorizado apenas algum ajuste entre as partes no que se refere à forma como os direitos políticos serão exercidos, tal como no caso dos direitos de voto. O mesmo ocorre na hipótese das garantias reais (penhor ou alienação fiduciária em garantia), nas quais todos os direitos são dos acionistas, permitida a disciplina em contrário nos casos dos direitos de voto (submetidos à eventual anuência prévia do credor para serem exercidos pelo acionista) e dos dividendos (que, salvo disposição em contrário, não integram o objeto da garantia).

E em terceiro lugar, todas as hipóteses aqui discutidas apresentam um caráter essencialmente *temporário*. Vale dizer: em nenhum deles ocorre o desmembramento dos direitos da ação de forma definitiva, havendo sempre – e isso pode se dar de diversas maneiras – o retorno da ação (e dos direitos a ela inerentes) à sua plena unidade. No caso das garantias reais (penhor e alienação fiduciária), o fim do desmembramento se dá com a extinção em si da garantia, seja pela sua excussão, seja pelo pagamento da dívida principal. No usufruto, em razão de qualquer das hipóteses previstas no art. 1.410 do CCBra. Já na execução contra o sócio, com base no art. 1.026 do CCBra, tão logo a liquidação da sociedade se efetive ou no momento em que o fluxo de dividendos alocados ao credor tenha sido suficiente para o pagamento integral do saldo devedor da dívida.

Dessa forma, apesar dos questionamentos legítimos que se possam levantar, os casos até aqui apresentados não podem ser encarados como verdadeiras exceções ao princípio da unidade da participação social, embora imponham a ele algumas restrições temporárias relevantes, a partir da *determinação* específica de direitos a serem transferidos à titularidade de um terceiro, visando *fins* determinados por lei. Uma verdadeira exceção demandaria que um direito inerente qualquer à ação (não determinado em lei) pudesse ser de fato dela destacado pelo respectivo acionista, de forma definitiva, e sem cumprir com uma finalidade jurídica pré-concebida, expressa ou implicitamente. Uma situação como essa não parece existir na atual LSA (embora certamente existisse, em alguma medida, no Decreto nº 434/1891, no caso do fracionamento da ação), o que evidencia a força dos princípios da indivisibilidade e incidibilidade da participação social, consagrados no art. 28

da LSA.

No entanto, além do usufruto, das garantias reais (penhor e alienação fiduciária) e da execução em face de sócios de uma sociedade de pessoas, outra situação precisa ser analisada com maior detalhe, antes que se possa concluir de forma definitiva pela natureza unitária da participação social: trata-se da hipótese em que, não obstante a proibição geral determinada pela indivisibilidade e incidibilidade da ação, a lei autoriza a separação de um direito inerente à participação social, seguida da sua eventual negociação autônoma em mercados secundários. Esse fenômeno é o que em Portugal a doutrina convencionou denominar como o “destaque dos direitos inerentes à participação social”⁷¹, sendo certo que o debate lá estabelecido apresenta relevância prática inegável também para o Direito societário brasileiro.

O Decreto-Lei nº 486, de 13 de novembro de 1999, estabeleceu a versão original do Código de Valores Mobiliários português, prevendo como equiparáveis aos valores mobiliários propriamente ditos (entre os quais estavam a ação de emissão das sociedades por ações) “os direitos de conteúdo económico destacáveis desses valores, desde que susceptíveis de negociação autónoma no mercado secundário”⁷². Esse dispositivo abriu um debate fervoroso em Portugal, tendo em vista que, também naquele país, o direito societário determina, de maneira expressa, a incidibilidade e a indivisibilidade da ação⁷³. Embora a discussão fosse importante para se qualificar um certo direito inerente à participação social como um valor mobiliário autônomo, sujeitando-o ao regime próprio aplicável a estes títulos, os princípios básicos para se determinar quando um dos direitos inerentes poderia ou não ser segregado da ação, e negociado de forma independente dela, foram apresentados pelo Direito societário, tomando-se por base as diferentes naturezas atribuídas à participação social pelas correntes unitárias e atomísticas. Afinal, antes que o direito inerente pudesse ser um valor mobiliário, seria preciso determinar quando e sob que critérios ele poderia ser destacado da

⁷¹ Nesse sentido, conferir: (i) COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão do Direito ao Dividendo*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 29-2011; (ii) ESTACA, José Marques. *O Destaque dos Direitos de Voto...*, Ob. Cit.; (iii) FERREIRA, José Amadeu. *Valores Mobiliários Escriturais – Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*. Coimbra: Almedina, 1997; (iv) SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit.; (v) SOARES, António. *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, ‘in’ *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 1999; e (vi) VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit.

⁷² Art. 3.º, n.º 2, al. a) do Código de Valores Mobiliários português original.

⁷³ Art. 276.º, n.ºs 4 e 6, do Código das Sociedades Comerciais (Decreto-Lei nº 262/86, de 02 de setembro de 1986): “Valor nominal do capital e das ações: (...) 4 - Todas as ações devem representar a mesma fracção no capital social e, no caso de terem valor nominal, devem ter o mesmo valor nominal; (...) 6 - A ação é indivisível.”

ação e negociado autonomamente.

Esse mesmo debate apresenta contribuição importante para o Direito brasileiro. A razão para isso se deve ao disposto no art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976, o qual qualifica como um valor mobiliário todos os “cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II”⁷⁴ (Destaques nossos), entre os quais se incluem as ações de emissão das companhias. Esse dispositivo contempla, portanto, a visão de ser possível que certos direitos inerentes à ação sejam destacados e negociados de forma autônoma a ela, sem que isso represente uma divisão ou fracionamento (ao menos ilegítima) do seu conteúdo. Se assim não fosse, não haveria razão para que o referido dispositivo se preocupasse em qualificar tais direitos como verdadeiros valores mobiliários, a depender da forma que viessem a ser comercializados, e seríamos obrigados a admitir que seu conteúdo é desprovido de qualquer sentido ou finalidade.

Tal interpretação pode ser também extraída da própria LSA, conforme expressamente determinado em seu art. 26, que apesar de ter sido derogado tacitamente em virtude da extinção das ações ao portador no Direito brasileiro, não deixa de reconhecer a possibilidade de que determinados direitos integrantes às ações sejam comercializados de forma independente dela. Isso porque o referido artigo, ao disciplinar a emissão de “cupões” a partir das ações (ao portador), determina que aqueles sejam “relativos a dividendos ou outros direitos” (Destaques nossos). Tais “outros direitos” poderiam englobar uma série de situações inerentes ao componente ativo da participação social, como, por exemplo, os direitos de subscrição de novas ações no próximo aumento de capital da companhia. Na prática, porém, os cupões foram utilizados no Brasil apenas como forma de circulação dos direitos sobre os dividendos (a serem futuramente distribuídos). Ora, embora não haja dúvidas de que o aspecto formal – emissão de cupões – determinado no art. 26 da LSA não mais se aplique (afinal, as ações ao portador deixaram de ser admitidas), o seu aspecto material – destaque de direitos e sua comercialização segregada da ação – permanece, devendo ser realizado tanto de acordo com as formalidades aplicáveis aos tipos de ações atualmente admitidas, quanto de maneira coerente com o disposto no art. 28 da LSA. Não parece plausível se admitir que os destaques de direitos inerentes às participações societárias pudessem ocorrer apenas em relação às ações ao portador, em razão dos seus aspectos formais, mas não para os demais tipos de ações. Muito mais correta é a visão que admite tal

⁷⁴ Importante observar que a Lei nº 6.385/1976 apresenta um erro formal: a referência feita ao inciso II deveria ser, na verdade, ao inciso I, o qual menciona “as ações, debêntures e bônus de subscrição”.

negócio jurídico a todos os acionistas, independentemente do tipo de ações que detenham, desde que observadas as formalidades específicas a esses outros tipos (p. ex. a comunicação ao agente fiduciário das ações escriturais ou o registro no “Livro de Registro de Ações Nominativas”, contemplando os direitos que foram destacados e negociados de maneira autônoma pelo acionista). O próprio “cupão de direitos” poderia ser, em certa medida, novamente utilizado nas práticas comerciais. Não na condição de título destacável da cédula representativa da ação ao portador (que não mais existe), mas sim enquanto um título de crédito atípico, tendo como fundamento o disposto nos arts. 887 e ss. do CCBra⁷⁵.

Mas se o aspecto referente à formalização do negócio em si é relativamente simples, a definição de quais direitos podem ou não ser destacados e negociados de forma autônoma já não é, sendo fonte de divergências teóricas relevantes. A razão para isso se deve justamente ao preceito societário fundamental de que a ação (ou melhor, a participação social) é indivisível em relação à companhia (e, portanto, em relação a terceiros). Nesse ponto, as possíveis soluções debatidas na doutrina portuguesa podem trazer alguns critérios relevantes, tendo em vista o contundente silêncio da doutrina brasileira a respeito do tema.

Seguindo os elementos previstos na versão anterior do Código de Valores Mobiliários português, os juristas daquele país examinaram os fundamentos que legitimam o destaque de um direito inerente à ação, visto que tal critério, juntamente com o fato de o direito destacado ter que apresentar conteúdo econômico e ser suscetível de negociação em mercado secundário, seria fundamental para qualificá-lo como um valor mobiliário⁷⁶.

O primeiro grupo de direitos inerentes e suscetíveis de destaque não apresenta maiores dificuldades, seja à luz do Direito brasileiro ou português: tratam-se dos chamados ‘direitos concretos’ (cf. Subcapítulo 1.2.2) decorrentes da participação social. É o que ocorre, conforme será detalhado no Capítulo III, com os dividendos já deliberados. No momento em que há a apuração e a distribuição do lucro, surge para o acionista um verdadeiro direito de crédito contra a companhia. Esse direito, já concretizado, decorre da participação social que o acionista detém na sociedade, mas ganha autonomia em relação a ela, tornando-se um

⁷⁵ Cf. ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 95.

⁷⁶ Cabe destacar que o Código de Valores Mobiliários português foi bastante alterado em relação à sua versão original, com a finalidade de adequá-lo às novas Diretivas da Comunidade Europeia. No entanto, mesmo diante de tais alterações, manteve-se o direito inerente à ação, mas dela destacado, como um tipo de valor mobiliário (art. 1.º, al. f). A diferença agora é que os critérios relativos ao conteúdo econômico não são mais expressamente exigidos, passando a se admitir em Portugal, ao menos por parte da doutrina, a possibilidade de que direitos de cunho político ou administrativo, como os de voto relativo a uma determinada matéria a ser submetida à assembleia, por exemplo, sejam destacados da ação e comercializados em mercado secundário regulado, cf. ESTACA, José Marques. *O Destaque dos Direitos de Voto...*, Ob. Cit. pp. 1354-1361.

direito distinto no patrimônio geral do sócio. Por essa razão, nem se poderia falar propriamente que há um “destaque” desse direito em relação à ação, pois, ao se concretizar (surgir), ele se torna automaticamente um direito distinto, externo à sociedade, embora decorrente da participação social. O mesmo se dá em relação aos direitos de subscrição a um certo número de ações. O direito de preferência atribuído aos acionistas em futuros aumentos de capital é um direito abstrato, potencial e inerente à ação. No entanto, no momento em que se define o referido aumento e o acionista se manifesta no sentido de exercer sua preferência, passa a existir direito concreto de subscrição, possível de ser transferido e negociado com terceiros, sem que isso traga qualquer questionamento quanto à integralidade da ação⁷⁷. De fato, o “destaque” desses direitos em nada prejudica a completude da ação da qual decorrem, sendo pacífica a sua possibilidade também no Brasil⁷⁸.

No entanto, ainda que seja concreto, o direito inerente e sujeito ao destacamento da ação deve apresentar também duas características essenciais: (i) conteúdo patrimonial⁷⁹ e (ii) não determinar a extinção ou a substituição do valor mobiliário da qual decorre. O aspecto patrimonial é uma decorrência lógica do destaque: somente o que for provido com conteúdo econômico justifica a sua comercialização. Por outro lado, direitos concretos patrimoniais que implicam a extinção ou substituição da ação apenas podem ser transmitidos com a transferência da ação em si mesma. É o que ocorre diante do direito de conversão de ações de uma determinada classe em outra. Não faria qualquer sentido que um direito como esse fosse transferido a um terceiro, se este terceiro não fosse aquele que efetivamente viesse a se beneficiar da conversão das ações. Por essa razão, esse direito somente é transferível junto com a ação em si. O que se transfere não pode ser tão fundamental a ponto de transformar a

⁷⁷ Nesse sentido, vale a lição de Jorge Costa Santos: “Mas, por outro lado, a acção, enquanto título ou inscrição escritural, também pode representar direitos que, embora derivem da participação social, em rigor, já nela não se integram, como o direito aos dividendos já deliberados ou os direitos de incorporação [subscrição]. Por esta razão, a possibilidade destes direitos serem destacados do título ou da inscrição escritural que os representa é independente do problema relativo ao carácter unitário ou não da participação social.” (Acréscimo nosso) (SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 66). Também defendendo essa mesma linha para o destaque de direitos: (i) SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. pp. 161-166; e (ii) VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 173.

⁷⁸ Por todos, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira: “A incidibilidade dos direitos que são elementos da ação não impede a cessão dos direitos de crédito ao dividendo declarado, à quota de rateio repartida, à preferência para subscrever valores mobiliários em determinada emissão, e ao valor de reembolso nascido do exercício do direito de retirada.” (LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. p. 221).

⁷⁹ Apesar de tal critério ter sido flexibilizado por parte da doutrina portuguesa (cf. Nota de Rodapé nº 76 deste Capítulo I), a corrente majoritária em Portugal segue afirmando a necessidade do conteúdo econômico dos direitos destacáveis. Por todos: COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão...*, Ob. Cit. pp. 75-76.

natureza básica da participação social e do instrumento jurídico que a contempla⁸⁰.

Um segundo – e muito mais controvertido – grupo de direitos que poderia ser objeto de cessão autônoma seria aquele formado por direitos qualificados como ‘abstratos’ (cf. Subcapítulo 1.2.2). Ou seja, direitos de cunho patrimonial, mas que, em razão de ainda não terem sido exercidos, ou inexistirem as condições de seu exercício, não teriam concretizado outros direitos específicos (efetivamente dissociados da participação social) no patrimônio do acionista. É justamente esse o caso dos dividendos a deliberar. Até a efetiva ocorrência da apuração e distribuição do lucro, existiria apenas uma expectativa (ainda que juridicamente tutelada, conforme será visto no Capítulo III) do acionista ao crédito de dividendo. Dessa forma, para que fosse possível ao cessionário se tornar titular desses futuros direitos de crédito ao dividendo, seria preciso que o acionista destacasse o direito ao dividendo abstrato (meramente potencial ou eventual), inerente à participação social, cedendo-o à sua contraparte no negócio jurídico que desejasse realizar. Seria este um direito cindível e transmissível? Sob qual perspectiva? Haveria nestes casos uma infração ao preceito da indivisibilidade da ação?

Tais questionamentos são legítimos e fundamentais para os propósitos deste trabalho, pois se a intenção é constituir uma garantia real (cessão fiduciária de direitos) sobre dividendos ainda não apurados e distribuídos (ou seja, futuros direitos de crédito de dividendos), essencial é saber se há direito apto a ser cedido, desde logo, pelo acionista, ou se, ao contrário, tal direito existiria apenas no futuro, se e quando o dividendo viesse a ser efetivamente deliberado. Ao se admitir a primeira hipótese, já há direito real constituído e eficaz em favor do credor concomitantemente com a concessão do financiamento ou do empréstimo; porém, ao se admitir a segunda, referido direito real seria eficaz apenas posteriormente e, portanto, em momento que talvez já não pudesse proteger o credor da forma inicialmente pretendida, especialmente em caso de falência ou recuperação judicial do acionista devedor decretadas antes da eficácia plena da garantia.

Neste ponto (qual seja: a possibilidade da cessão do direito abstrato, potencial ou eventual aos dividendos), as opiniões doutrinárias em Portugal são muito divergentes e merecem ser analisadas em detalhes, de forma a ser possível concluir que os direitos tidos como abstratos (ou seja, ainda não transformados em efetivo direito de crédito em benefício

⁸⁰ “(...), é preciso que o que se deixa por destacar seja ainda suficiente para a integralidade do direito social. Para além deste limite estar-se-á verdadeiramente a alienar ou dividir a ação. Um destaque de direitos de conversão, por exemplo, representaria a alienação da própria acção e do próprio direito social nela incorporado.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 173).

do acionista) podem ser segregados da ação e transferidos de forma independente dela, sem causar uma divisão ilegítima do seu conteúdo fundamental, especialmente no contexto do Direito brasileiro. Mas para compreender o raciocínio que permite chegar a tal conclusão, é preciso antes entender exatamente como o direito aos lucros sociais e o direito aos dividendos são configurados no ordenamento jurídico societário brasileiro, bem como a maneira como eles se relacionam entre si. Em outras palavras, será preciso demonstrar os preceitos que permitem qualificar o direito aos dividendos como um direito distinto do direito aos lucros (embora inegavelmente a ele relacionado), além dos diversos perfis que ele (o direito aos dividendos) pode assumir no contexto societário. Apenas após essa análise, estarão colocadas as bases que permitirão concluir o raciocínio no sentido de ser possível a cessão do chamado ‘direito abstrato’ aos dividendos (o qual preferimos referir como *direito expectativo*), sem que isso represente qualquer infração à regra da incidibilidade da ação.

Dessa forma, nos Capítulos II e III serão abordados os pontos característicos do direito aos lucros sociais e do direito aos dividendos, respectivamente, para, ao final, retornarmos então à presente discussão e defendermos a visão que nos parece a mais correta no ordenamento jurídico brasileiro, qual seja: a cessão do direito de crédito de dividendo ainda não existente opera-se desde logo e produz seus efeitos dispositivos antes mesmo da apuração dos lucros sociais e da sua distribuição aos acionistas, garantindo, portanto, a plena e imediata eficácia dos negócios jurídicos de garantia que o tiverem como objeto.

CAPÍTULO II: O DIREITO AOS LUCROS SOCIAIS

Não há como compreender as razões que permitem concluir pela possibilidade do destaque do direito do acionista aos dividendos¹, e, conseqüentemente, pela sua utilização (de forma autônoma das ações que lhe dão fundamento) enquanto objeto de um negócio jurídico constitutivo de garantia real, sem antes delimitar com precisão os elementos distintivos e as características comuns que ele mantém em relação a um outro direito societário muito mais amplo e diretamente interligado com a finalidade precípua da sociedade por ações: o direito aos lucros sociais².

Com efeito, serão analisados neste Capítulo os componentes (ou elementos constitutivos) que integram o direito aos lucros sociais, bem como os motivos pelos quais se pode concluir tanto pela sua natureza de direito essencial do acionista (sendo, portanto, inderrogável e irrenunciável), quanto pela necessária não equivalência, apesar da indiscutível correlação, com o direito – mais restrito – aos dividendos.

2.1. Os Fundamentos de uma Distinção

Já houve época em que a distinção entre direito aos lucros, direito aos dividendos e direito às quotas de liquidação do patrimônio social não tinha qualquer necessidade, seja econômica ou jurídica. A razão para tanto era simples: a sociedade por ações, em seus primórdios, tinha por objetivo o lucro, à semelhança do que ocorre atualmente, porém não tinha por objeto a realização de uma atividade econômica perpétua. Na realidade, a antiga sociedade por ações limitava-se a realizar um certo e determinado empreendimento (negócio), que, tão logo fosse concluído, resultava na própria liquidação do acervo societário e na distribuição de seus resultados, positivos ou negativos, entre os diversos sócios³. Não

¹ Ao menos em alguns dos seus possíveis perfis jurídicos, a serem definidos no Capítulo III deste trabalho.

² Não sem razão, Fábio Konder Comparato destacou que: “*Importa aqui, antes de tudo, fixar a distinção, nessa situação subjetiva do acionista, entre direito aos lucros sociais e direito ao dividendo, pois é do desconhecimento prático dessa distinção que costumam decorrer vários contra-sensos de interpretação de textos legais*”. (COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações e Dividendo*, ‘in’ *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981. p. 150).

³ “*A distribuição periódica aos sócios dos lucros resultantes do giro dos negócios, antes da liquidação final da empresa social, era, em outros tempos, ignorada, de vez que, dentro da perspectiva então vigente, os lucros e os prejuízos só deveriam reputar-se como tais quando, finda a aventura social e dissolvida a sociedade, ambos se revelassem definitivamente, do confronto dos aportes iniciais com o produto da liquidação.(...) A Companhia Holandesa das Índias Orientais, que data de 1602, e é por muitos considerada a mais antiga das sociedades anônimas, prestava conta aos investidores apenas quando concluída a empresa para a qual havia levantado o capital, num prazo fixado em dez anos, em conformidade com a carta de autorização respectiva.*”

existia, ou ao menos não era suficientemente difundida, a visão de que a sociedade poderia ser organizada para o desenvolvimento de uma atividade lucrativa em caráter permanente. Por essa razão, é absolutamente compreensível que não se identificasse a necessidade de diferenciar os referidos direitos, qualificando-se lucros, quotas de liquidação e dividendos como sinônimos de uma mesma realidade jurídica-social, que tinham o seu fundamento de existência na apuração dos resultados financeiros finais da sociedade.

Contudo, não demorou para que os capitalistas atribuíssem outra função às companhias, que passaram a organizar em torno de si diversas pessoas, bens e capitais em prol do lucro social, tendo por objeto a realização não mais de um único negócio (empreendimento), mas de uma atividade sem prazo ou evento definido de conclusão⁴. As sociedades por ações começaram, gradualmente, a adquirir estabilidade, permitindo que outros direitos e conceitos societários relevantes passassem a ser desenvolvidos – tanto no âmbito doutrinário, quanto jurisprudencial ou legislativo – com a finalidade de endereçar os desafios impostos por essa nova característica socialmente típica das sociedades por ações.

É nesse contexto histórico e econômico que inicia o interesse pelo estudo dos institutos jurídicos que tornariam viável a participação – dos sócios das companhias tendencialmente perpétuas – nos resultados auferidos pela atividade societária, antes mesmo que a liquidação da sociedade viesse a ser cogitada ou necessária. Afinal, *“em bizarra situação ficariam os sócios, que são entes mortais, se tivessem de aguardar a liquidação da sociedade a fim de participarem dos lucros da empresa social”*⁵. Deste momento em diante, os conceitos de capital social, exercício social (periodicidade), lucro de liquidação, lucro de exercício e dividendos passaram a ser detalhadamente desenvolvidos, de maneira a permitir que os sócios pudessem auferir algum tipo de benefício econômico ao longo da vida societária. Como consequência, os próprios conceitos de lucros, quotas de liquidação e dividendos passam a ganhar contornos necessariamente distintos, não sendo mais possível concebê-los como elementos indissociáveis.

(LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 40)

⁴ “Essa ideia clássica [sociedade com objeto – empreendimento – determinado] não faz, no século XXI, qualquer sentido, uma vez que as sociedades já não se constituem, como no passado (...), para períodos limitados temporalmente, de curta duração, e se encontram então especialmente afetadas à realização de um certo empreendimento. Hoje, as sociedades constituem-se frequentemente, para não dizer quase sempre, como uma duração indeterminada, sem prazo. (...) Por isso, qualquer que seja a leitura que tenha sido anteriormente feita, seria excessivo considerarmos que os lucros a que os sócios têm potencialmente direito, (...), são lucros finais, a distribuir apenas na liquidação da sociedade.” (Acréscimo nosso) (CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades...*, Ob. Cit. p. 322).

⁵ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 42.

O primeiro aspecto a ter destaque no contexto das companhias tendencialmente perpétuas foi a própria noção de periodicidade de apuração ou verificação da situação patrimonial da companhia, o que levou também ao desenvolvimento do conceito de exercício social.

Na sociedade de funcionamento sem prazo determinado, o sócio precisa ter definições, ao longo da vida societária, em relação aos momentos nos quais poderá se beneficiar dos lucros. Dessa forma, o caminho natural foi a fixação de um período no qual seriam apuradas as evoluções financeiras da companhia, permitindo-se que, mediante processos contábeis, fosse determinada a existência de um excedente econômico apto a ser distribuído aos sócios, sem afetar a continuidade do empreendimento societário. O fluxo de operações das atividades se daria em um processo necessariamente contínuo, gerido de forma empresarial pela companhia, mas a medida do seu sucesso passaria a ser feita de maneira periódica e mediante o levantamento de um balanço patrimonial e de um demonstrativo dos resultados do exercício. Nascia, sob esse contexto, um conceito diferenciado de lucro, que já não mais corresponderia, de forma absoluta e exclusiva, às quotas da liquidação social.

A previsão dos ciclos sociais de apuração do lucro foi recepcionada no art. 175 da LSA, que estabelece, como regra geral, o intervalo de um ano para a determinação do lucro (se o sucesso empresarial assim permitir) apto a ser distribuído periodicamente aos acionistas. Essa periodicidade de apuração é tão estruturante à organização da companhia sem prazo determinado, bem como aos interesses dos seus acionistas investidores, que sua regra não pode ser afastada pela vontade dos sócios. O campo de discricionariedade social em relação ao destino do lucro periódico é relativamente amplo, mas o momento em que este deverá ser apurado, bem como o intervalo máximo entre as respectivas apurações, torna-se uma condição legislativa imperativa⁶.

O segundo instituto a ter especial destaque a partir do surgimento das companhias

⁶ “Neste ponto estamos com a doutrina que entende ser uma característica essencial da sociedade anónima de hoje a repartição do lucro apurado anualmente. É nesse não só o motivo dos sócios mas também o fim legal do contrato. Com efeito, os motivos que, normalmente, levam as partes a outorgar a constituição de uma sociedade anónima, incluem o receber a sua parte no lucro que ano após ano se for apurado. É essa razão subjetiva normal, correspondente ao motivo típico, que deve ser elevada pela lei a fim ou causa do contrato. (...) por esta razão, nem por acordo de todos os sócios poderá ser incluída no contrato uma cláusula que afaste a regra da repartição anual do lucro, precisamente porque aquela regra se destina a proteger não só os actuais sócios como os que futuramente adquiram essa qualidade. (...) Em mercados estabilizados, a cotação das acções será influenciada naturalmente pelo montante do dividendo; admitir a disponibilidade pela maioria da regra da distribuição periódica é dar-lhe um meio fácil de prejudicar a minoria. Por isso, também as regras de funcionamento do mercado de acções aconselham a afirmar o carácter essencial da regra em análise.” (PITA, Manuel António. *Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 112).

duradouras foi o capital social. Conforme leciona Paulo de Tarso Domingues⁷, o capital social pode apresentar três funções essenciais, a depender da forma como está regulado pelo ordenamento jurídico: (i) a *função de produção*, que é concretizada mediante o aporte de capitais dos sócios e a consequente formação de um patrimônio autônomo (próprio) da companhia, permitindo a esta realizar os negócios jurídicos necessários à sua atividade econômica; (ii) a *função de organização*, na medida em que serve de instrumento moderador e regulador dos direitos e deveres dos sócios⁸; e, sobretudo, (iii) a *função de garantia de credores*, uma vez que aos sócios é negada qualquer tentativa não expressamente determinada em lei de extrair da companhia os bens e recursos que compõem o valor do capital social, considerado, como regra, o montante mínimo necessário para que a atividade societária possa ser desenvolvida de forma satisfatória e protetiva aos interesses dos credores⁹.

Nos primórdios do surgimento das companhias, existia uma esparsa noção do conceito de capital social, que se confundia com o próprio recurso aportado pelo sócio (custo do investimento). Este mesmo recurso seria posteriormente utilizado para medir, através do seu confronto com o patrimônio de liquidação da sociedade (resultado do empreendimento), o lucro final cabível a cada sócio investidor. Dessa forma, a função do capital social era essencialmente a de produção, pois viabilizava a obtenção dos recursos necessários ao bom desenvolvimento do empreendimento, ficando seu interesse limitado exclusivamente aos sócios¹⁰.

⁷ DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre o Capital Social*. Almedina: Coimbra, 2009. pp. 61-116.

⁸ Nesse mesmo sentido, Fábio Konder Comparato acaba por destacar a importância *interna corporis* da função de organização do capital social: “a participação do sócio ou acionista no capital social mede a extensão dos seus direitos e responsabilidades; tanto no que tange aos chamados direitos políticos (como os de voto e de fiscalização da administração social) quanto em matéria de direitos patrimoniais.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Resultado Obtido na Alienação de Imóvel, com Aproveitamento de Isenção Fiscal – Exclusão da Base de Cálculo do Dividendo Obrigatório*, ‘in’ *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981. p. 134).

⁹ A esta função de garantia dos credores, Fábio Konder Comparato atribui uma importância *externa corporis* ao capital social: “o capital representa a medida patrimonial oferecida pela sociedade aos seus credores; no caso das companhias, constitui, mesmo, a última medida dessa normal garantia, posto que, como sabido, os acionistas não respondem pelos débitos sociais (Lei n.º 6.404/76, art. 1.º). Quer isto significar que, nas empresas, o capital em sentido jurídico deve estar sempre lastreado pelo capital econômico equivalente, constituindo ambas as duas faces da mesma moeda. É esse o chamado princípio da integridade do capital.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Resultado Obtido na Alienação de Imóvel...*, Ob. Cit. pp. 134-135).

¹⁰ “A questão do capital social era, pois, uma questão puramente interna da sociedade, que respeitava apenas aos sócios e que não interessava ao público em geral. Dito de outra forma, a tutela dos interesses de terceiros – dir-se-ia hoje, a função de garantia dos credores – estava, então, arredada do regime do capital social destas Companhias [Companhias Holandesas das Índias Orientais]” (Acréscimo nosso) (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. p. 63).

À medida em que as sociedades por ações foram se tornando permanentes, o princípio da manutenção do capital social ganhava força, embora não ainda com o intuito de tutelar os interesses de credores, mas sim de tornar possível a continuidade das atividades sociais e de servir de balizamento para o exercício dos direitos de sócios, especialmente no que respeitava a distribuição de dividendos. Sendo a companhia de caráter perpétuo, era importante que o sócio não tivesse a prerrogativa, sob qualquer pretexto ou forma, de retirar do patrimônio social a quantia de seu respectivo investimento, pois este deveria permanecer intocável para que a companhia estivesse financeiramente apta a realizar suas atividades. Foi por essa razão que se permitiu aos acionistas, em contrapartida, a possibilidade de livre negociação de suas ações em mercado, já que tal medida permitia a eles levantar seus recursos junto a terceiros, sem promover a retirada de riqueza do patrimônio social. A importância do capital social permanecia sendo essencialmente interna à sociedade, mas a sua necessária preservação passou a permitir que, através dele, os interesses políticos e patrimoniais dos sócios fossem medidos e determinados de forma bastante simples e evidente: uma maior parcela contributiva ao capital social garantiria ao sócio um conjunto mais qualificado de direitos (e, por consequência, de deveres, poderes, sujeições, expectativas e ônus) inerentes à sua participação social.

No momento em que a perpetuidade societária se consolida, permitindo-se aos sócios extrair rendimentos periódicos da companhia, passa a existir então o descolamento entre o lucro e o capital social. Este último começa a servir, portanto, não apenas como o montante mínimo para o exercício das atividades sociais, ou mesmo como a medida de direitos políticos e patrimoniais dos sócios, mas sim como efetiva fonte de garantia dos credores. Apenas o montante – a ser apurado, periodicamente, segundo as regras contábeis aceitas pelo ordenamento societário – que ultrapassasse o valor do capital social poderia ser objeto de distribuição (art. 201 da LSA). Se ao sócio não era garantida a possibilidade de retorno do seu investimento pela liquidação da ação, mas apenas pela sua venda em mercado, muito menos razão deveria se dar para a distribuição, na forma de lucros, do capital que fora comprometido pelos sócios para a realização do objeto social, e que serve também, a partir de sua divulgação a terceiros, como uma das possíveis medidas do risco de se transacionar com a sociedade. Nesse cenário, tornava-se necessário o reconhecimento da intangibilidade do capital social, como forma de garantir os credores e de servir de parâmetro para a distribuição de resultados periódicos aos sócios¹¹.

¹¹ “Assinale-se, no entanto, que entre nós começa a notar-se uma alteração ao modo como o capital social é

No entanto, mesmo esse excedente ao capital social precisava ser adequadamente analisado e qualificado, para fins de se verificar, seja por imposição legal ou pela vontade dos sócios, a pertinência ou não da sua distribuição. Sendo a companhia perpétua e com necessidades crescentes de investimento, a ponto de se determinar a intangibilidade do capital social (exceto em situações bastante específicas previstas em lei), o simples fato de se ter verificado a existência de um excedente não significava que este devesse (ou mesmo pudesse) ser totalmente distribuído aos acionistas. Era esperado, e até desejável, que parte dos lucros fossem retidos não apenas para servir de garantia obrigatória dos credores sociais, como também para que fossem direcionados ao financiamento de novos empreendimentos econômicos desejados pela companhia.

Essa disputa entre a distribuição de resultados aos acionistas, de um lado, e a sua retenção para fins de fortalecimento da estrutura financeira das companhias, de outro, deu causa ao histórico conflito societário conhecido como política de autofinanciamento¹².

Como todo conflito de interesses inerente à organização social, o autofinanciamento coloca em lados opostos controladores e minoritários, administradores e acionistas, bem como os credores sociais e a sociedade, uma vez que podem, e frequentemente têm, visões absolutamente distintas quanto ao melhor destino dos excedentes financeiros apurados em um determinado exercício social. Esse conflito era inexistente na companhia de empreendimento com prazo definido de duração, pois a noção de distribuição periódica era desconhecida ou simplesmente desnecessária, sendo certo e aceito por todos os sócios, credores e administradores que o resultado econômico do investimento seria apurado apenas com o fim da sociedade, ou seja, no momento em que nenhum novo investimento se mostrasse mais necessário. Mas, nas companhias modernas, voltadas à realização de atividades tendencialmente perpétuas, a situação se inverte e os sócios passam a se perguntar se o melhor é reinvestir o lucro na atividade social, na esperança de retornos futuros ainda maiores, ou se devem auferir logo a vantagem econômica apurada, mesmo que os programas de expansão da companhia possam ficar prejudicados.

*perspectivado, na segunda metade do século XVIII, com a criação das Companhias privilegiadas no consulado do Marquês de Pombal. Aí se estabeleceu, desde logo (e ao contrário do que continuava a verificar-se noutros países), a obrigação de fixar no acto de constituição da sociedade o valor do capital social – o que evidenciava o propósito de dar publicidade àquele elemento –, assim demonstrado que o capital social interessava, não apenas aos sócios, mas também a terceiros. Por outro lado, expressamente se consagrou, para aquelas Companhias, o princípio da intangibilidade do capital social (solução que já vinha sendo consagrada noutros países europeus), impedindo-se a distribuição do fundo inicial pelos sócios e permitindo apenas a repartição dos ganhos líquidos da sociedade.” (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. pp. 64-65).*

¹² Nesse sentido, conferir: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 11-33.

Essa análise é bastante complexa e todas as partes podem apresentar argumentos econômicos consistentes quanto ao caminho a ser seguido. Em alguns casos, a escolha por uma ou outra opção pode, a depender da situação concreta analisada, configurar uma forma ilegítima de imposição de interesses, sendo importante analisar essas hipóteses nos momentos oportunos ao longo deste trabalho. Neste momento, contudo, revela-se necessário evidenciar apenas que a própria existência do fenômeno do autofinanciamento, baseado na escolha entre distribuição e reinvestimento do lucro, indica que lucro e dividendo já não podem ser encarados sob uma mesma perspectiva. Se o início das sociedades por prazo indeterminado pôs fim à semelhança entre quota de liquidação e lucro, a relevância que o fenômeno do autofinanciamento assumiu nos mais diversos contextos societários reforçou a necessária distinção entre lucros e dividendos.

Dessa maneira, começa a ficar mais clara a razão pela qual se deve dar destaque à corrente que entende ser o direito aos dividendos distinto do direito aos lucros¹³. Se o lucro apurado de forma periódica pode ter diferentes alocações, sendo, inclusive, foco de disputas societárias relevantes, claro está que o lucro já não é, necessariamente, benefício econômico (dividendo) transferível direta e automaticamente ao acionista. Todo dividendo é necessariamente um tipo de lucro (o lucro dividido), mas nem todo o lucro será dividendo.

A distinção de objetos resulta, necessariamente, na distinção dos direitos a eles relativos, o que terá impacto determinante na definição do objeto da titularidade fiduciária do direito do acionista aos dividendos.

2.2. Noções de Lucros e de Dividendos no Ordenamento Jurídico Brasileiro

O termo ‘lucro’, que genericamente é entendido como ganho, benefício, interesse, utilidade ou algum tipo de resultado positivo, pode ter diversos significados mais específicos, a depender tanto do contexto em que é empregado, como também do campo científico pelo qual é analisado. Todos esses possíveis significados apresentam relevância para o domínio jurídico, sendo inclusive determinantes para a própria qualificação dos componentes essenciais do direito dos acionistas aos lucros sociais.

Até o presente momento, a palavra lucro foi utilizada neste trabalho em seu sentido mais comum, de mero ganho positivo, sem uma preocupação em relação ao seu real significado. A partir de agora, contudo, um maior rigor conceitual se fará necessário, sendo

¹³ Cf. Nota de Rodapé nº 16 do Capítulo Introdutório, Seção II.1.

importante analisar as acepções técnicas de ‘lucros’ consideradas mais relevantes para a prática societária, bem como a forma como cada uma dessas acepções são determinantes para a qualificação de alguns direitos e deveres dos acionistas. Afinal, mais importante do que tentar individualizar um conceito único e correto de lucro é determinar a qual possível conceito de lucro cada uma das normais legais está a se referir¹⁴.

A primeira noção que o termo lucro pode assumir é estritamente financeira, correspondente, em certa medida, ao sentido mais comum e corriqueiro a ele normalmente atribuído. Trata-se, simplesmente, do confronto entre os custos e as despesas do negócio, comparativamente às receitas auferidas na venda dos produtos ou na prestação dos serviços decorrentes deste mesmo negócio. Se o cálculo matemático desses valores é positivo, fala-se então em ‘*lucro financeiro*’; se é negativo, fala-se em prejuízo. A concepção de lucro financeiro é bastante ampla, sendo, por isso, válida em todas as realidades negociais da vida cotidiana, sejam elas realizadas por complexas sociedades anônimas, mediante seus procedimentos contábeis, ou mesmo por simples pessoas físicas, em suas transações privadas diárias. Na realidade, o lucro financeiro (ou meramente matemático) é condição essencial para todos os demais tipos de lucro que são reconhecidos pelas ciências econômicas e contábeis, ou mesmo pelo Direito societário.

O segundo significado possível para palavra lucro corresponde ao de ‘*lucro social*’, ou seja, ao resultado positivo (lucro financeiro) obtido por uma determinada sociedade. Em razão da complexidade financeira inerente às atividades sociais, e também da necessidade de apuração periódica da sua situação patrimonial, os resultados financeiros da companhia são calculados segundo as regras contábeis aceitas pelo ordenamento jurídico societário, que podem variar entre diferentes sistemas jurídicos, assim como entre períodos distintos de um mesmo sistema. São através dos procedimentos contábeis que se legitima o reconhecimento do lucro financeiro auferido pela sociedade em determinado exercício social, tornando possível, após o processo deliberativo dos resultados entre os acionistas, a sua distribuição na forma de dividendos (assim como juros sobre capital próprio), ou mesmo a sua alocação para reservas e reinvestimentos. Por esse motivo, o lucro social é comumente referido também como ‘*lucro de balanço*’, ‘*lucro contábil*’ ou ‘*lucro de exercício*’¹⁵.

¹⁴ “(…), a legislação não fornece uma noção de lucro que, de resto, não se apresenta, nas diferentes normas legais, de uma forma unívoca, revestindo antes um caráter polissêmico.” (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. pp. 263-264).

¹⁵ “O lucro social está, pois, intimamente condicionado às normas legais que estruturam e disciplinam o balanço de exercício, não sendo nenhum absurdo dizer que o conceito de lucro de balanço não pode ser determinado aprioristicamente, mas deve ser deduzido do sistema de normas de cada ordenamento jurídico

O lucro social contempla não apenas o resultado contábil decorrente das atividades sociais propriamente ditas (o objeto da sociedade), como também os resultados qualificados como ‘não operacionais’, ou seja, aqueles decorrentes de fatos ou eventos que, apesar de acessórios e necessários às práticas empresariais das companhias, com elas não se confundem. É o clássico exemplo das receitas resultantes de investimentos financeiros temporários feitos com os recursos do caixa da companhia, ou mesmo com a venda de ativos obsoletos (e já amortizados). Embora a sociedade exerça uma atividade lucrativa e seus resultados financeiros sejam, majoritariamente, dela decorrentes, a realidade é que o lucro social contemplará todos os negócios que possam, de alguma forma, proporcionar lucro financeiro à sociedade, sendo fundamental o seu reconhecimento completo, em cada exercício, para fins de determinação do montante total a ser objeto de alocação entre a companhia e os sócios, a depender do jogo de interesses existente.

É a partir do lucro social integral – conforme apurado nos demonstrativos de resultados do exercício e, posteriormente, atribuído ao balanço patrimonial aprovado pelos acionistas – que a LSA então apresenta uma terceira noção de lucro, ainda mais restrita, definida pela conjugação dos seus arts. 189, 190 e 191. Trata-se do ‘*lucro líquido do exercício*’, entendido como sendo o lucro social (contábil), depois de deduzidos os prejuízos acumulados¹⁶ e a provisão para o Imposto sobre a Renda, assim como as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. Será do montante financeiro determinado pelo lucro líquido do exercício que todas as demais distribuições puramente societárias serão realizadas. Estas distribuições poderão determinar (i) o reinvestimento do lucro líquido do exercício na própria companhia, por meio da constituição de reservas estatutárias ou assembleares, bem como da promoção da prática de retenções de lucros, ou, diversamente, (ii) a sua distribuição aos acionistas na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio.

considerado, de tal arte que o lucro social para um ordenamento pode muito bem não o ser para outro, e vice-versa.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 82-83). No entanto, o lucro social pode ser também, importante que se frise, o lucro de liquidação, quando a sociedade por prazo determinado chega ao término de suas atividades, ou quando a sociedade tendencialmente perpétua não tem mais condições de continuar em funcionamento.

¹⁶ Interessante observar como o princípio da intangibilidade do capital social se materializa de forma tal clara neste dispositivo da LSA: ao obrigar que, antes de qualquer dedução legal ou estatutária, o lucro social seja utilizado para compensar os prejuízos acumulados em exercícios sociais anteriores, a LSA estabeleceu um mecanismo que impede a retirada de riqueza do patrimônio da companhia antes que o montante mínimo para recompor o valor do capital social tenha sido suprido pelos lucros sociais atuais. Por essa razão, é bastante correta a definição de lucro contábil ou social apresentada por Luiz Gastão Paes de Barros Leães: “*considera-se lucro a parte do patrimônio social que, no final do exercício, supera o capital social e as reservas existentes no início do exercício.*” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 82).

A quarta concepção de lucro decorre diretamente desse segundo momento pelo qual passa o lucro líquido do exercício. Trata-se do ‘*lucro a realizar*’, conforme previsto no art. 197 da LSA, que nada mais é do que o resultado do conflito entre os princípios contábeis de competência e de caixa. Explica-se: é perfeitamente possível que a companhia ainda não disponha de dinheiro em caixa para distribuir dividendos aos acionistas, ainda que tenha, contabilmente, apurado lucro líquido do exercício. Dessa forma, para evitar ficar descapitalizada e com um problema de fluxo de caixa que afete a sua capacidade de pagamentos no curto prazo, a companhia pode diferir o pagamento da parcela do lucro que ainda não tenha proporcionado lastro financeiro nas contas da companhia. No momento em que esses recursos estiverem de posse da sociedade, então os lucros serão efetivamente distribuídos e pagos, conforme orientação da assembleia geral.

Um quinto sentido para a palavra ‘lucros’ na LSA decorre ainda, embora não exclusivamente, do disposto no § 6º do art. 202. O chamado ‘*lucro distribuível*’ contempla a parcela do lucro líquido do exercício – após as devidas deduções dos montantes alocados para a constituição de reservas (arts. 194, 195, 195-A, 197 e 198), para o pagamento do dividendo mínimo obrigatório (art. 202, da LSA) e para a retenção de lucros (art. 196) – que, antes da reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001, poderia ou não ser efetivamente distribuída aos acionistas, na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio, a depender de deliberação específica, mas que, após as alterações promovidas pela referida lei, passou a determinar a sua distribuição aos acionistas em caráter obrigatório. É importante observar que os lucros distribuíveis não são formados apenas pela parcela do lucro líquido do exercício que excedeu o montante relativo à retenção de lucros, à constituição de reservas ou ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório, mas também pelos próprios lucros retidos ou atribuídos às reservas, em exercícios sociais anteriores, cujas razões que tenham motivado suas constituições não mais se justifiquem.

Por sua vez, o próprio ‘*dividendo*’ pode representar uma sexta concepção possível para a palavra lucro, desde que seja entendido como o resultado da divisão entre o lucro distribuível, conforme apurado ao final do seu processo distributivo, e o número de ações totais em circulação. Sob essa perspectiva (e apenas essa), lucro e dividendo ainda são dois lados de uma mesma moeda, sendo admissível a equiparação entre os respectivos direitos, conforme defendido por Luiz Gastão Paes de Barros Leães¹⁷ e Modesto Carvalhosa¹⁸. De

¹⁷ Cf. Nota de Rodapé nº 16 do Capítulo Introdutório, Seção II.1.

¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. II, Ob. Cit. pp. 394-395.

fato, conforme será visto no Capítulo III, o dividendo apresenta uma íntima relação com o direito aos lucros sociais, pois se trata de uma das formas pela qual o acionista pode dele se beneficiar. Mas as semelhanças param por aí. O lucro é algo mais amplo, voltado para o acionista e para a sociedade de forma concomitante, enquanto o dividendo é o puro fruto resultante do investimento promovido na sociedade, “*recebido periodicamente pelo sócio, em dinheiro ou em bens, com fundamento no direito essencial de participação nos lucros sociais e com base nos resultados do exercício ou em outra fórmula permitida em lei, de acordo com sua participação societária, porém sem diminuição desta.*”¹⁹

Finalmente, há ainda um último significado possível para a palavra lucro, que se mostra de grande relevância para o ordenamento jurídico societário. Trata-se do conceito de ‘*lucro econômico*’ e sua contraposição ao lucro social ou contábil. Conforme bem destaca Joseph E. Stiglitz²⁰, muito embora as companhias comumente reportem lucros líquidos do exercício em seus balanços sociais, nem sempre é possível concebê-los como verdadeiros lucros sob uma perspectiva puramente econômica, pois, de acordo com a percepção do fenômeno lucrativo apresentado pela teoria econômica, é preciso que, além do mero excedente financeiro/matemático, haja ainda a mensuração de dois aspectos importantes quando se analisa a consistência do lucro de uma companhia: o custo de oportunidade e o conceito econômico de renda.

Em qualquer empreendimento lucrativo, os sócios e os administradores de uma companhia precisam constantemente questionar – não obstante o fato de tal companhia ser lucrativa (na perspectiva contábil) – se não existem outros negócios nos quais poderiam empregar seus recursos e esforços, e cujos resultados seriam melhores do que aqueles atualmente auferidos pela atividade social. É o caso, por exemplo, da companhia que constantemente reporta lucros na faixa de um certo percentual do capital investido pelos sócios, mas que não consegue ser mais lucrativa, mesmo diante das melhores práticas gerenciais, do que os rendimentos que poderiam ser auferidos caso o mesmo capital estivesse aplicado em algum fundo de investimento. Ao insistir na realização de uma atividade lucrativa, quando existem outras ao alcance da companhia ou dos sócios que poderiam proporcionar vantagens econômicas ainda mais atrativas, perde-se a oportunidade (daí falar-se em um custo de oportunidade) de se alterar os rumos das atividades da companhia e

¹⁹ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 31.

²⁰ STIGLITZ, Joseph E. *Introdução à Microeconomia*. Joseph E. Stiglitz; Carl. E. Walsh. Tradução [da 3ª Edição original] de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Campus, 2003. pp. 137-138.

proporcionar retornos financeiros mais significativos aos acionistas. Não há dúvidas de que muito da discussão em torno do autofinanciamento societário, que prega a retenção de lucros ao invés da sua simples distribuição aos acionistas, passa por uma análise dos custos de oportunidade aos quais a atividade social está submetida. Dessa forma, a visão de lucro econômico e a sua perspectiva de custo de oportunidade são essenciais para o ordenamento jurídico, ao trazerem elementos importantes que permitem concluir pelo abuso (ou não) de uma certa retenção de lucros pela companhia, ou mesmo na distribuição exagerada de recursos aos acionistas na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio.

Outro aspecto importante na noção de lucro econômico decorre do conceito de rendimento econômico. De acordo com Joseph E. Stiglitz, “*rendimento econômico é a diferença entre o preço que é efetivamente pago e aquele que deveria ser pago para que o bem ou o serviço fosse produzido*”²¹. Essa realidade está normalmente associada aos mercados onde a oferta de um certo tipo de produto ou serviço é inelástica, ou seja, não sofre variações significativas no longo prazo, independentemente dos efeitos que as demais condições produtivas ou conjunturais possam impor. O resultado prático desse cenário é que o lucro passa a ser determinado inteiramente pelos efeitos da demanda, deixando em segundo plano a importância dos custos relativos à disponibilização da oferta²². O fato de se dobrar o salário de um jogador de futebol ou se pagar o dobro do preço de mercado de um certo bem imóvel não significa, necessariamente, que o referido jogador passará a fazer mais gols para o seu time ou que o imóvel adquirido aumentará suas funcionalidades (considerando, é claro, a não realização de investimentos e reformas adicionais neste imóvel). No entanto, é inegável que a excessiva demanda por um bem, produto ou pessoa com características específicas faz com que o seu preço suba, muitas vezes sem qualquer associação com o seu custo de produção ou formação. Tanto o jogador de futebol quanto o bem imóvel continuam a manter os mesmos custos relativos de formação e construção, fazendo com que todo o preço excedente pago pelo comprador seja qualificado como ‘*rendimento econômico*’.

As companhias que atuam em setores mais comuns e suscetíveis a variações de mercado também podem auferir rendimentos econômicos, ou seja: lucros que excedam o próprio percentual lucrativo no qual estas companhias estariam dispostas a produzir. Quanto mais eficiente uma companhia for na redução dos seus custos de produção, bem como na

²¹ STIGLITZ, Joseph E. *Introdução à...*, Ob. Cit. p. 138.

²² “Qualquer um que esteja em posição de receber rendimento econômico tem muita sorte, porque esse “rendimento” não guarda uma relação com o esforço. São pagamentos determinados inteiramente pela demanda.” (STIGLITZ, Joseph E. *Introdução à...*, Ob. Cit. p. 138).

manutenção dos preços originais de seus produtos, maiores serão os seus lucros contábeis ou sociais, sendo certo também que uma parcela deste lucro equivalerá ao percentual de lucratividade mínimo que a empresa precisa auferir para permanecer atuando na atividade que se propôs a desempenhar, enquanto a parcela remanescente corresponderá ao adicional que conseguiu obter em razão dos seus próprios méritos (redução de custos) ou das forças de demanda (aumento dos preços dos produtos). Por essa razão, quanto menos espaço existir para ganhos de eficiência ou para a formação de mercados com oferta inelástica e demandas extremamente agressivas, menores serão os rendimentos econômicos auferidos pelas companhias, sendo mais provável que o lucro contábil apurado se torne equivalente, em sua totalidade, ao mínimo de lucratividade exigido pela companhia para permanecer exercendo a atividade. Não haverá, portanto, nenhum percentual de lucro contábil que exceda o montante mínimo esperado pela companhia e pelos acionistas, sendo esta hipótese conhecida no jargão econômico como *‘situação de lucros [econômicos] igual a zero’*.

O lucro econômico, portanto, somente existe quando o lucro contábil apurado por uma certa companhia for tão significativo, a ponto de os investimentos realizados não configurarem perdas de oportunidades de outros negócios (haja vista que a companhia já está empreendendo a atividade que mais retorno econômico pode lhe proporcionar, dentre aquelas possíveis às suas habilidades técnicas e gerenciais) e, por outro lado, proporcionarem rendimentos econômicos (ou seja, lucros superiores aos níveis de retorno mínimo inicialmente estabelecidos pela companhia e pelos acionistas).

A incursão nos vários sentidos e significados da palavra ‘lucro’ permite agora indagar: a qual tipo de lucro, então, o acionista, enquanto membro de uma sociedade, tem direito? Seria ele apenas ao lucro dividido (dividendo), ao lucro de exercício distribuível ou ao lucro social/contábil? Há que se falar em direito a lucros econômicos, no sentido mais técnico do termo, marcado pelas noções de custos de oportunidade e rendimentos econômicos? Aliás, é preciso se perguntar até mesmo se há um efetivo direito aos lucros atribuíveis aos acionistas, uma vez que, se é inegável que a sociedade tem finalidade lucrativa, é certo também que, por razões práticas, técnicas e financeiras, a obtenção de lucro não é uma condição absolutamente necessária, sendo possível que a sociedade reporte prejuízos até que essa situação determine a sua falência, sem que isso resulte, necessariamente, em uma responsabilização dos acionistas controladores ou dos administradores.

Conforme será demonstrado ao longo deste Capítulo II, o direito aos lucros é um

dos direitos subjetivos inerentes ao *status socii* atribuído ao acionista no momento em que se torna titular da ação emitida pela companhia. O direito aos lucros sociais, conforme qualificado na LSA e no CCBra, apresenta um conteúdo jurídico próprio, que considera, determina e fundamenta cada uma das noções de lucros que foram aqui apresentadas.

Antes de se analisar em detalhes os elementos que compõem o direito aos lucros sociais, bem como a forma como eles fundamentam os vários conceitos de lucros, é importante resumir cada um dos referidos conceitos de acordo com a esquematização abaixo:

Quadro 2.2 – Esquematização dos conceitos de lucros admitidos pelo Direito societário brasileiro

2.3. A Posição Jurídica do Acionista em Relação aos Lucros da Sociedade e os Elementos Constitutivos do Direito aos Lucros Sociais

A sociedade é a organização associativa privada que tem por objetivo, independentemente das condições a que possa estar submetida, a obtenção de lucro e a sua distribuição aos respectivos acionistas.

No entanto, conforme corretamente argumenta Fábio Konder Comparato, o lucro não é um resultado necessário da atividade empresarial, mas é, sim, um resultado marcado pelo mais alto grau de aleatoriedade econômica, não sendo incomuns as situações em que a companhia registra real prejuízo financeiro ao longo de sucessivos exercícios sociais²³. De tal forma, deve-se afastar, desde logo, a pretensão de existência de um direito à efetiva produção de lucros, não sendo admissível qualquer cláusula no estatuto social que preveja a garantia firme de pagamento de um determinado montante de lucros a um grupo específico de acionistas, pois tal acordo seria absolutamente estranho ao fim do contrato de sociedade. Nesse caso, seria possível se argumentar, até mesmo, que o vínculo estabelecido entre os

²³ COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro nos Contratos Sociais*, 'in' *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 151.

contratantes não foi de uma efetiva sociedade, mas sim de um mútuo ou outro negócio jurídico similar, pautado mais pela certeza do resultado, do que pelo compartilhamento dos riscos decorrentes da atividade econômica.

Apesar de ser inquestionável a observação de que o lucro nem sempre é apurado pela companhia, é fato também que esta circunstância econômica não se revela suficiente para determinar, por si só, a inexistência do direito dos acionistas aos lucros sociais. Esse direito, enquanto uma condição essencial da própria situação jurídica do sócio (*status socii*), é existente e exercível pelo acionista, desde o momento da formação da sociedade ou da aquisição de participação societária em uma sociedade já operacional. Diante da não apuração de lucros, ou mesmo durante a fase anterior à sua apuração, já há elementos constitutivos desse direito que podem ser plenamente exercidos, permanecendo outros em espera até que o lucro de balanço seja efetivamente apurado, iniciando-se, posteriormente, o processo relativo à sua alocação e eventual distribuição entre os sócios. Não sem motivo que parte da doutrina²⁴ costuma distinguir o direito *abstrato* do direito *concreto* aos lucros sociais, sendo o primeiro marcado pelo momento em que não há lucro de balanço apto a ativar as engrenagens sociais que poderão determinar (ou não) a sua distribuição aos sócios, na forma de dividendos, e o segundo pelo momento em que há direito específico de crédito ao lucro já apurado.

Nessa fase inicial, na qual os lucros ainda não foram produzidos, mas poderão ser, Fábio Konder Comparato²⁵ indica que não existiria, propriamente, um direito dos sócios aos lucros sociais, se este for entendido apenas como o direito de (i) participar dos lucros já apurados e (ii) ser titular de dividendos já deliberados. De acordo com a sua leitura, haveria nessa fase apenas um “*interesse legítimo*” (ou um “*interesse ocasionalmente protegido*”), que se consubstanciaria no interesse dos sócios na obtenção de lucros pela sociedade, passando a concluir que: “*A lei o protege [o interesse no lucro] assegurando a todo e qualquer sócio, independentemente do valor de sua quota de capital, o direito de exigir sejam exercidas regularmente as atividades da empresa no sentido da produção de lucros: que os sócios controladores não façam concorrência à sociedade; que os administradores exerçam suas funções com diligência com que cuidam, habitualmente, de seus próprios*

²⁴ Nesse sentido, ver (i) DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. p. 269; (ii) COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão...*, Ob. Cit. p. 74; (iii) BARBOSA, Marcelo, ‘in’ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. p. 307; e (iv) GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 37.

²⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. pp. 152-153.

negócios.”²⁶ (Acréscimo e destaque nossos).

Ora, o direito ao lucro fica bastante esvaziado, ou não acionado com toda a potencialidade e elementos que o definem, enquanto não existir a apuração do lucro e sua aprovação nos demonstrativos financeiros da companhia. No entanto, isso não afasta a sua existência. Pelo contrário: apenas ressalta os outros atributos que o compõe (tal como o direito – e não o interesse, como o próprio Fábio Konder Comparato fez questão de definir posteriormente – de exigir o fim lucrativo pela sociedade), e em relação aos quais a existência ou não do lucro de balanço se revela uma questão secundária. Por tudo isso, preferimos encarar o direito aos lucros sociais como um direito complexo, composto por três elementos constitutivos que não necessariamente dependem da efetiva apuração de lucro social para serem devidamente exercidos pelos acionistas. Esses elementos (ou componentes) são os seguintes:

- 1) O direito de exigir que a gestão da sociedade seja orientada ao lucro.
- 2) O direito de participar dos lucros sociais em igualdade de condições.
- 3) O direito de participar do processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais.

Todos esses direitos são, na verdade, reflexos de um único e exclusivo direito aos lucros sociais (art. 109, I e II, da LSA). Tratam-se, metaforicamente, “das peças constitutivas de uma mesma máquina”, por isso nos referirmos a eles como “componentes” ou “elementos constitutivos”.

A seguir, cada um dos componentes do direito aos lucros sociais será analisado em detalhes, buscando se demonstrar também as noções de lucros a eles subjacentes.

2.3.1. *Primeiro Componente: direito de exigir que a gestão da sociedade seja orientada ao lucro*

De acordo com um dos diretores da *Norddeutscher Lloyd*, importante companhia de navegação alemã fundada em fevereiro de 1857, a sua sociedade não teria por finalidade a produção e a distribuição de lucros aos acionistas, mas sim tornar possível o transporte de

²⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. pp. 153.

diversas mercadorias e pessoas através do Rio Reno²⁷. Os fundamentos inerentes ao pensamento da administração da companhia alemã não diferem muito daqueles apresentados por Henry Ford, quando, na tentativa de justificar a razão pela qual não distribuía dividendos aos acionistas, teria fundamentado sua decisão no fato de que o objetivo da sua companhia automobilística não seria a produção e distribuição de lucros, mas sim a criação de empregos e o aumento do padrão de vida da população em geral a partir dos produtos que teria condições de fabricar²⁸.

Essa realidade apresentada no contexto de companhias importantes no cenário econômico mundial, aliada à consolidação da estrutura organizacional de sociedades empreendedoras de atividades tendencialmente perpétuas, colocava em questionamento um aspecto muito mais fundamental do que a disputa relativa ao destino dos lucros sociais (conforme contemplada pela já referida política do autofinanciamento societário). O que estava em jogo era saber, também, se, antes de qualquer outro aspecto, a companhia teria como causa da sua existência o desenvolvimento de uma atividade lucrativa, seguida da distribuição do lucro (ao menos em parte) aos sócios, ou se poderia buscar outros objetivos, distintos do lucro, conforme deixavam transparecer os pensamentos de alguns de seus idealizadores.

No contexto do ordenamento jurídico brasileiro, a sociedade tem necessariamente objetivo lucrativo, não sendo possível a sua utilização em práticas distintas, embora se admita que, em certos casos, tal como ocorre nas companhias inseridas em grupos societários de direito (art. 276 da LSA) ou sociedades de economia mista (art. 238 da LSA), o objetivo lucrativo abra espaço também para outras finalidades (p. ex. o favorecimento do lucro da sociedade controladora ou a realização do interesse público, cf. Subcapítulo 1.1). Não se trata, portanto, de atribuição de uma diferente finalidade à companhia, com o respectivo afastamento do lucro, mas apenas de convivência concorrente com objetivos legítimos diversos, em relação aos quais os acionistas das referidas companhias precisam estar cientes e dispostos a aceitá-los.

Por essa razão, ao definir o direito aos lucros sociais, o ordenamento societário está concebendo, inicialmente, a aptidão de cada sócio de exigir que sejam realizadas regularmente as atividades econômicas, visando a produção de lucros e a sua distribuição

²⁷ ASQUINI, Alberto. *I Battelli del Reno*, 'in' *Revista delle Società*, 1959. p. 618.

²⁸ Cf. Nota de Rodapé nº 31 do Capítulo I, Subcapítulo 1.1.

aos sócios, dentro de cada um dos exercícios sociais²⁹, mas sem deixar de considerar nesse processo as particularidades específicas que marcam a realidade na qual as sociedades em geral podem estar inseridas e que, por isso, impõe aos seus controladores e administradores o dever de compatibilizá-las com o fim lucrativo em si da sociedade por ações³⁰.

Por ‘exigir a finalidade lucrativa’ não se deve confundir, conforme já destacado, a obtenção efetiva de lucro. Este depende do sucesso empresarial, não sendo possível imputar qualquer responsabilidade ao acionista controlador ou aos administradores da companhia pela sua não realização, exceto, é claro, nos casos de fraude, descumprimento de deveres ou abusos de direito. O preceito inerente ao primeiro elemento constitutivo do direito aos lucros trata apenas de garantir que a sociedade sirva ao fim para a qual foi concebida e organizada, impedindo que interesses não legítimos de administradores ou de outros acionistas (normalmente, os controladores) transformem-na, ainda que no plano meramente fático, em uma associação (sem fins lucrativos).

Ao garantir o direito de exigir a atividade lucrativa pela companhia, o Direito societário abre também a possibilidade para que o acionista faça uso de todos os instrumentos que a sua participação societária (o *status socii*) lhe disponibiliza, a fim de tornar efetivo o direcionamento da companhia em busca do lucro. É o que ocorre com o direito de fiscalização e aprovação de contas da administração, por exemplo. Todas as prerrogativas constitutivas da participação societária são colocadas em prol da plena satisfação do direito ao lucro, em suas mais diversas concepções. Seria um contrassenso em si estabelecer o direito aos lucros, sem garantir, concomitantemente, a capacidade de o acionista exigir, fiscalizar e influenciar a realização das atividades lucrativas

²⁹ “O sócio, individualmente considerado, tem, pois, um direito sobre o lucro (...), que se traduz, por um lado, no direito de exigir que a sociedade tenha por finalidade o escopo lucrativo e, por outro, no direito de participar da distribuição dos lucros apurados pela sociedade” (Destaques nossos) (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. p. 265).

³⁰ Além das empresas públicas, sociedades de economia mista e das já referidas sociedades integrantes de grupos societários de direito, cuja finalidade lucrativa convive de forma bastante evidente com outras finalidades expressamente previstas na LSA (a saber: o atendimento ao interesse público – art. 238 da LSA – e a satisfação dos interesses do grupo societário – e não da sociedade em si – art. 276 da LSA), existem diversas situações que podem afetar a pura realização da atividade lucrativa, voltada à maximização dos resultados. Um exemplo bastante claro nesse sentido é o dever imposto aos controladores e administradores das sociedades por ações (arts. 116, parágrafo único, e 154 da LSA, respectivamente) de, no exercício de suas funções, atender não apenas à vontade dos sócios, mas também ao interesse dos trabalhadores e da comunidade em geral. Embora tais deveres não alterem a finalidade lucrativa da sociedade, ou mesmo estabeleçam outros objetivos à companhia (tal como se observa no caso das empresas públicas, das sociedades de economia mista e das sociedades integradas a grupos societários de direito), acabam por delinear a forma como o objetivo primordial das sociedades será perseguido. O direito aos lucros sociais, em seu primeiro componente (de exigir o fim lucrativo), não pode ser exercido de forma a justificar o descumprimento dos deveres específicos impostos aos controladores e administradores na gestão das atividades sociais.

(independentemente de seu objeto).

O art. 109, I, da LSA, ao qualificar o direito aos lucros como um direito essencial do acionista, que não pode ser revogado ou renunciado, faz referência exclusiva aos ‘lucros sociais’, o que pode induzir o interprete à noção de que ao acionista garante-se apenas uma companhia voltada a empreender atividade lucrativa, sem que haja uma preocupação quanto à eficiência com que essa atividade é realizada. Porém, isso não é verdadeiro. Embora a noção de ‘lucro social’ compreenda todo o excedente financeiro apurado, de forma periódica, pela contabilidade societária, independentemente se decorrentes de atividades operacionais ou meramente acessórias da companhia, também é garantido aos acionistas a pretensão a um ‘lucro econômico’, ou seja, a uma companhia financeiramente estabilizada e que, além de perseguir excedentes financeiros (lucro contábil), efetivamente proporcione a si mesma, e a cada um dos acionistas, lucros que excedam os custos de oportunidade relativos a outros investimentos e proporcionem, portanto, verdadeiros rendimentos econômicos (cf. Subcapítulo 2.2). É claro que no caso das sociedades de economia mista, das empresas públicas ou das companhias integradas a grupos societários, cujos objetivos transcendem o aspecto meramente lucrativo, a concretização do lucro econômico se revela menos factível e mais suscetível aos objetivos diversos a que tais sociedades estão submetidas, mas isso não significa que ele também não esteja presente³¹.

A LSA organiza uma disciplina bastante complexa visando orientar a companhia à realização de atividades lucrativas (não apenas contábeis, mas também econômicas), que transcendem os meros instrumentos de fiscalização concedidos aos sócios. Todos aqueles que tenham algum tipo de ingerência na gestão das atividades sociais, em especial, os acionistas controladores e os administradores, terão funções e deveres visando garantir que a sociedade esteja sempre voltada a realizar atividades lucrativas de modo efetivo, ou seja, com substância econômica, e não meramente contábil. Se tais objetivos serão de fato atingidos, são outros fatores que irão determinar. O importante é que todos estejam

³¹ Importante destacar que o conceito de lucro econômico pode também estar associado a questões concorrenciais relevantes. Afinal, a obtenção de rendimentos econômicos (valores mais altos do que aqueles que a companhia estaria disposta a receber por seus produtos ou serviços) pode ser resultado, embora não necessariamente seja, de práticas desleais de mercado, sujeitas à regulamentação da Lei Federal nº 12.529, de 30 de novembro de 2011 (que regulamenta o sistema de defesa da concorrência no Brasil). Dessa forma, é evidente que as práticas societárias precisam ser qualificadas e limitadas segundo os princípios gerais da defesa da concorrência, sendo possível que a obtenção de lucros econômicos, embora factíveis sob uma perspectiva puramente empresarial, precise ser reprimida, sempre que existirem indícios de que os princípios e regras gerais concorrenciais poderão ser infringidos. Fica assim evidente que a busca da maximização do lucro (econômico), ao qual o acionista tem direito de exigir que a sociedade esteja orientada, sofre limitações significativas, impostas ora pelos próprios preceitos legais societários e ora por regras de defesa econômica ou mesmo de caráter regulatório relativo ao setor específico no qual a sociedade realize suas atividades.

orientados no sentido de concretizá-los, aplicando os esforços possíveis nesse sentido.

Em relação aos acionistas controladores, a LSA estabelece o dever de sempre orientar a companhia aos fins lucrativos, buscando satisfazer os interesses econômicos legítimos dos sócios minoritários (art. 117, § 1º, “a”). Dessa forma, inconcebível que os pensamentos manifestados por Henry Ford e pelo diretor da *Norddeutscher Lloyd*, no sentido de recusar qualquer forma de distribuição de lucro aos demais acionistas, ou mesmo de negar que a sociedade tivesse por objetivo principal a produção de lucro, pudessem ser tidos como naturais e refletores de um objetivo ao qual os demais acionistas precisariam se submeter. O minoritário deve se sujeitar às escolhas legítimas do controlador quanto à forma de se concretizar a atividade lucrativa ou o destino a ser atribuído ao lucro apurado (observadas as regras estatutárias e legais aplicáveis), mas jamais, independentemente da sua força política dentro da estrutura organizativa interna da sociedade, quanto à escolha que determine um escopo não lucrativo à atividade social, uma vez que isso revelar-se-ia contrário à própria causa do contrato de sociedade.

Para tanto, contudo, não basta que o controlador oriente a companhia a uma atividade lucrativa. É preciso que essa atividade almeje sempre a realização de lucros econômicos, além dos meramente contábeis, sob pena de se disfarçar abusos de gestão. Embora a sociedade realize atividades com fim lucrativo e distribua, periodicamente, o lucro apurado entre si própria e os respectivos sócios, em conformidade com as normas legais e estatutárias impostas, é possível que o controlador esteja realizando atividades concorrentes, usurpando oportunidades de negócios da companhia ou mesmo orientando-a de forma a favorecer uma outra sociedade (na qual o controlador detém uma maior participação), sem proporcionar a ela a devida compensação. Situações como essas, embora possam não afetar a orientação lucrativa em si, e nem impeçam a apuração de lucros contábeis pela sociedade, colocam-na em uma situação redutora de lucro, tornando o seu negócio mais sujeito aos custos de oportunidade impostos por outros empreendimentos. Não sem razão que as referidas práticas são disciplinadas na LSA como formas de abuso de poder de controle.

Dessa maneira, o direito aos lucros sociais precisa ser compreendido como um direito mais amplo, que contempla a aptidão do acionista para exigir por parte do controlador a orientação da companhia às atividades que proporcionem a ela lucros econômicos, além dos meramente contábeis, o que pode ser traduzido também como um direito do sócio à maior eficiência possível (maximização dos lucros) na gestão das sociedades nas quais participa, observados apenas os limites impostos pelas demais finalidades específicas a que

certas sociedades, por expressa disposição legal, possam estar submetidas, bem como os deveres dos controladores perante outros grupos (que não acionistas) de alguma forma vinculados à companhia (art. 116, parágrafo único, da LSA).

Não fosse esse o sentido da LSA ao prever o direito aos lucros, seria preciso se admitir que, uma vez mantida a orientação lucrativa da sociedade e a possibilidade de apuração futura de lucros contábeis, não haveria o que ser questionado em relação aos atos dos acionistas controladores. O reconhecimento da maior amplitude do direito ao lucro (de forma a abarcar também o lucro econômico) permite se qualificar uma série de atos por parte dos controladores como verdadeiros abusos de poder de controle ou descumprimentos de deveres gerais de lealdade em relação aos minoritários. Atos de gestão que poderiam ser qualificados como rotineiros e legítimos, caso não desvirtuassem a atividade lucrativa da sociedade ou prejudicassem a apuração de lucro (ao menos sob uma perspectiva contábil), passam a ser tidos como ilegítimos, devendo ser reprimidos para que o direito do acionista aos lucros sociais possa ser plenamente satisfeito. Dessa forma, as hipóteses de favorecimento de outras companhias ou mesmo de usurpação de oportunidades de negócios pelo controlador não podem ser adequadamente qualificadas a partir de uma visão estática que busque identificar simplesmente se a companhia teve prejuízo ou se foi desvirtuada da sua finalidade (lucrativa) primordial, mas sim de uma visão dinâmica, que almeje determinar o quanto a companhia – que pode perfeitamente permanecer orientada para uma atividade lucrativa e registrando lucros contábeis – afastou-se de um cenário que a permitiria auferir, para si e seus acionistas, lucros substancialmente mais elevados do que aqueles verificados em outros empreendimentos e negócios. É uma análise complexa, mas que proporciona uma proteção mais efetiva à posição jurídica do acionista em face aos lucros sociais.

Uma outra evidência no sentido de que o direito do acionista aos lucros sociais contempla também o lucro no sentido econômico (e, portanto, a maximização dos resultados sociais) decorre da própria disciplina aplicável aos administradores da companhia.

O direito dos acionistas aos lucros sociais impõe aos administradores o dever de realizar na sociedade em que atuam uma gestão boa e eficiente. Por essa razão, a LSA atribui a eles o dever de diligência (*duty of care*), que, nos termos do art. 153 da LSA, expressa-se na regra segundo a qual o administrador deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. Na realidade, esse dispositivo, conforme é bem apontado pela

doutrina, acaba por sujeitar o administrador a uma obrigação de meio³². O que se exige da pessoa que está à frente da gestão dos negócios sociais não é a efetiva realização de lucros (econômicos ou contábeis) – pois estes, conforme já destacado, estão sujeitos a uma série de condições de mercado que transcendem às capacidades administrativas do indivíduo, não podendo, portanto, ser legitimamente esperadas ou exigidas pelos acionistas –, mas apenas que as suas decisões e atos de gestão almejem à máxima satisfação dos interesses dos acionistas, marcados pela tentativa de se viabilizar o lucro econômico para a sociedade.

É evidente que algumas obrigações de resultado podem ser impostas aos administradores, de forma a gerar um incentivo para que as suas atividades sejam bem desempenhadas e, conseqüentemente, avaliadas pelos acionistas. No entanto, qualquer tentativa de vincular o administrador a uma obrigação de fazer com que a sociedade proporcione lucros (econômicos ou contábeis), sem levar em consideração aspectos aleatórios de mercado que podem influenciar as atividades sociais, revela-se abusiva. Se o acionista não pode ter pretensão à produção efetiva de lucros pela sociedade, sob pena de desvirtuar a natureza do contrato associativo, conforme destacou Fábio Konder Comparato³³, não pode, logicamente, tentar expandir o dever de diligência do administrador, a fim de contemplar situações que ele não pode legitimamente se obrigar a realizar.

Dessa forma, o direito do acionista ao lucro social, tendo por base a aptidão para exigir o fim lucrativo da sociedade, não pode servir de justificativa para que o acionista busque responsabilizar o administrador pelo prejuízo financeiro/contábil registrado pela companhia. É preciso que se evidencie ser a razão do prejuízo (ou redução do lucro) decorrente de ato ilícito imputável ao administrador, marcado pelo inadimplemento em relação aos seus deveres gerais de diligência e boa gestão da atividade social³⁴.

Fora dessas hipóteses, o que resta ao acionista, como decorrência do seu direito societário ao lucro, é investigar as atitudes do administrador e verificar se suas condutas

³² “Ao pautar a conduta do administrador pelo dever de diligência, a lei torna evidente que a obrigação do administrador na condução geral dos negócios da companhia é obrigação de meio, não de resultado (ressalvadas as hipóteses de obrigações específicas, adiante referidas). De regra, porém, o administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com a diligência requerida, para a consecução de determinado fim (no caso, os objetivos da companhia), mas não se obriga pela efetiva obtenção de resultado.” (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 132). Nesse mesmo sentido, coloca-se Pedro Pais de Vasconcelos: “Salvo se especialmente estipulado, o gestor não se obriga a um resultado, embora possam ser estipulados objetivos de gestão que devam ser alcançados.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 74).

³³ Cf. Nota de Rodapé nº 23 deste Capítulo II, Subcapítulo 2.3.

³⁴ ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil...*, Ob. Cit. pp. 132-133.

satisfazem o nível de exigência que se espera para o gerenciamento das atividades sociais. Os acionistas têm a aptidão para, em assembleia geral, interpelar os administradores, pedir explicações sobre as razões de suas decisões, criticar condutas que foram realizadas, exigir critérios e padrões para a tomada de futuras decisões e sugerir modificações nos rumos da sociedade. Caso a discricionariedade empregada pelos administradores no exercício de suas tarefas não satisfaça os interesses e princípios gerenciais dos acionistas, e nem configure infrações aos deveres de diligência e lealdade determinados em lei – cuja constatação depende de uma análise no caso concreto, tendo em vista que a LSA estabelece parâmetros de conduta e não uma lista taxativa de proibições³⁵ – que possam justificar uma ação de indenização contra eles, restará aos acionistas apenas a opção de substituí-los por outros considerados mais aptos a proporcionar o nível desejado de gestão das atividades sociais³⁶.

Se o prejuízo financeiro não pode ser causa, por si só, para atestar o inadimplemento dos deveres de diligência e lealdade dos administradores, o inverso, ou seja, a efetiva verificação de lucro pela companhia, não deve servir como evidência da conduta adequada dos administradores. Segundo Marcelo Vieira Von Adamek, o lucro (contábil) pode ser resultado de atos ilícitos, ou mesmo decorrentes de riscos desmedidos assumidos pela administração, assim como pode não representar todo o lucro que a sociedade, potencialmente, poderia aferir, caso seus atos tivessem sido pautados em prol do maior benefício (econômico) a ser proporcionado à sociedade³⁷. A usurpação de oportunidades de negócio da companhia pelo administrador, por exemplo, é considerada uma infração ao dever de lealdade para com a sociedade, nos termos do art. 155, I, da LSA, justamente porque a sua prática tem o potencial de impedir que a companhia envolva-se em novas atividades

³⁵ Para fins deste trabalho, não se faz necessária uma análise profunda dos critérios de responsabilização dos administradores em razão de seus atos normais de gestão. Para essa finalidade, conferir: (i) ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil...*, Ob. Cit.; (ii) CORDEIRO, Menezes. *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*. Lisboa: Lex, 1997; e (iii) RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

³⁶ “A apreciação, em geral, da gestão e, em especial, do desempenho dos administradores cabe à assembleia geral ordinária. (...). É esta a sede, por excelência, da apreciação pelos sócios da qualidade da gestão da sociedade e do desempenho de cada um dos administradores. O descontentamento dos sócios, nestas matérias, traduz-se no voto de desconfiança e na destituição. É este o modo que a lei oferece aos sócios para sancionar os administradores cuja gestão seja insatisfatória. (...) Não pode deixar de ser reconhecido aos sócios o poder de exigir da administração e dos administradores uma gestão lucrativa, orientada ao lucro. Mas a sanção ao seu alcance resume-se à destituição.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 74).

³⁷ “Além disso, (...), da caracterização do dever de diligência como obrigação de meio, segue-se que a consecução de lucros no exercício não significa que o administrador pautou-se em conformidade com o padrão de conduta legal. Os lucros podem, por exemplo, ser frutos de ilícitos. Ou da assunção de riscos desmedidos e de operações estranhas ao objeto social. Ou, simplesmente, não corresponder a lucros mais expressivos que a companhia poderia ter desfrutado sob a direção de administrador diligente.” (Destaque nosso) (ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade Civil...*, Ob. Cit. pp. 133-134).

ou incorra em maiores eficiências operacionais, impedindo-a de concretizar, em prol dos acionistas, lucros mais expressivos, de caráter econômico, e não meramente contábil³⁸.

Em resumo, têm-se, de forma direta e indireta ao longo das disposições aplicáveis da LSA, a prerrogativa evidente que cada acionista detém de – com base no seu direito abstrato ao lucro (art. 109, I), e antes mesmo que qualquer lucro social tenha sido efetivamente apurado – exigir que a sociedade seja pautada pelo fim lucrativo, ainda que tal fim possa ser (e com frequência é) bastante influenciado por outras finalidades às quais uma determinada companhia, em razão das suas características organizacionais, possa estar igualmente sujeita, por expressa determinação legal. Para que o fim lucrativo seja efetivamente garantido, preservando o direito do acionista, a companhia precisa não apenas garantir o desenvolvimento de uma atividade econômica e a possibilidade de distribuição periódica dos seus resultados entre os respectivos sócios – ainda que a referida atividade venha a não resultar em lucros devido às circunstâncias de mercado – buscando, dessa forma, impedir que as práticas difundidas por Henry Ford e os diretores da *Norddeutscher Lloyd* possam desvirtuar a finalidade precípua das sociedades –, mas também fazer com que o controlador e a administração da companhia estejam engajados, mediante a atribuição de deveres de conduta específicos, em satisfazer o melhor lucro possível a todos os acionistas, comparativamente a outras oportunidades de investimentos que possam surgir. Em outras palavras, o acionista tem o direito de exigir que a sociedade esteja voltada ao lucro econômico e à satisfação da eficiência de gestão, não sendo suficiente a administração meramente burocrática da sociedade, ainda que lucrativa (no sentido contábil do termo). Essa constatação não permite concluir que ao acionista assiste qualquer direito ou garantia de efetivamente ter lucros (contábeis ou econômicos) a partir da atividade econômica empreendida pela sociedade, não lhe sendo possível responsabilizar controladores e administradores pelo risco normal do negócio. No entanto, poderá responsabilizá-los sempre que seus atos puderem ser qualificados como não condizentes com as melhores práticas a serem desenvolvidas em prol da geração de lucros econômicos pela (e para a) companhia, mesmo quando esta possa, circunstancialmente, apurar lucros contábeis. O reconhecimento de que o acionista tem direito a lucros econômicos permite expandir os critérios determinantes para a apuração das infrações aos deveres (i) de diligência, por parte dos administradores, ou (ii) de tutela dos interesses dos minoritários, por parte dos controladores.

³⁸ CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Aspen Law & Business. Aspen Publishers, Inc., 1989. pp. 223-261.

Por fim, cabe destacar que esse primeiro elemento constitutivo do direito do acionista aos lucros sociais, fundado no direito de exigir a administração voltada à satisfação do lucro econômico, é fonte de conflitos de interesse entre os acionistas minoritários e os controladores, assim como entre os acionistas e os administradores. Esse conflito, diferentemente do que ocorre no caso do autofinanciamento, não se dá em relação ao destino a ser atribuído ao lucro social apurado (que pode contemplar lucro econômico ou não), mas sim à própria disputa quanto à melhor forma – a mais eficiente – de se gerir as atividades societárias. Trata-se, essencialmente, de uma disputa quanto às próprias escolhas do que a companhia deve realizar para concretizar a sua finalidade social precípua.

Normalmente, essas escolhas recaem sobre os administradores ou os acionistas controlares da companhia, a depender da matéria gerencial específica.

No caso dos primeiros, existindo divergências quanto às suas escolhas (*business judgement rule*), e não havendo indícios de que seus atos resultam em infrações aos deveres de diligência ou lealdade, restará aos acionistas apenas a possibilidade de promover a substituição dos administradores, na próxima assembleia geral. No entanto, nas hipóteses em que há a verificação de infrações aos referidos deveres, ou a outros padrões de conduta impostos pelo estatuto social ou por lei, então, além da destituição, caberão também as ações de responsabilização e indenização específicas.

Por outro lado, no caso dos acionistas controladores, são menores os remédios garantidos aos acionistas minoritários. Se as escolhas dos controladores forem baseadas em critérios razoáveis de gestão, que tenham por fundamento a melhor eficiência econômica possível à companhia, e que não resultem em abusos de poder de controle, então aos minoritários não restará outra alternativa a não ser se sujeitar à regra da maioria, mesmo discordando dos rumos escolhidos pelo controlador para tentar produzir os lucros econômicos desejados por todos os acionistas. Trata-se aqui da legítima sujeição imposta ao minoritário em razão da qualificação da sua participação societária³⁹.

³⁹ Em alguns casos, contudo, ao minoritário será garantido também o direito de retirada (art. 137 da LSA), viabilizando, assim, a sua saída da sociedade sempre que não tiver força política para vetar a decisão do controlador e quando entender que, em razão dessa decisão, os rumos a serem tomados pela companhia já não são os melhores para a viabilização da finalidade social. Porém, nas hipóteses em que inexistir direito de retirada garantido por lei ou pelo estatuto social, poderá o minoritário contratar com o controlador, por meio de acordos parassociais específicos, as matérias que julgar mais determinantes para a satisfação dos objetivos de lucro econômico da sociedade, e que, portanto, gostaria de participar ativamente da sua aprovação, não permitindo que a regra da maioria possa prevalecer nessas hipóteses. Pode-se afirmar que o direito do minoritário de exigir a orientação da sociedade à produção de lucros sociais (econômicos) torna-se mais forte, quanto maiores forem os direitos de aprovação e fiscalização a eles concedidos em negociações parassociais com os controladores.

2.3.2. Segundo Componente: direito de participar nos lucros sociais em igualdade de condições

Se o direito do acionista aos lucros sociais contempla, de um lado, o direito de exigir o fim lucrativo da companhia, é certo também que, de outro, abrange o direito à necessária distribuição equitativa do lucro apurado entre todos os sócios⁴⁰. Não haveria exercício pleno do direito ao lucro sem que fosse viabilizada a possibilidade de uma distribuição periódica e equilibrada de (pelo menos) uma parcela dos resultados sociais a cada um dos respectivos acionistas, segundo procedimentos apurativos e distributivos específicos⁴¹.

Importante destacar que, sob esse segundo componente do direito aos lucros sociais (assim como também ocorrerá no caso do terceiro, a ser explicado no Subcapítulo 2.3.3), não existem mais preocupações quanto à eficiência econômica do lucro, ou mesmo em relação à forma como ele foi perseguido. Se há situações que levem os acionistas, administradores ou credores a julgar que o lucro apurado pela contabilidade da companhia não reflete aquilo que potencialmente poderia (o lucro econômico), caberá a eles os meios próprios para endereçar as referidas situações da forma que julgarem mais adequada (p. ex. ações de responsabilidade contra o controlador ou a destituição dos administradores). Aqui, o relevante é proporcionar a cada acionista o direito de participar da distribuição do lucro social (contábil) efetivamente apurado, independentemente de qualquer juízo de valor quanto à sua correspondência, ou não, ao lucro econômico que poderia ter sido auferido, ou mesmo quanto a qualquer problema de gestão pelo qual a companhia possa ter passado.

Mas o que significa, então, participar do lucro social (contábil) apurado?

⁴⁰ “(...) entre nós, a doutrina tem consensualmente entendido que o lucro, nas sociedades comerciais, desdobra-se necessariamente em duas vertentes: ele traduz-se num ganho, num incremento patrimonial que é criado directamente na esfera jurídica da sociedade – que, nesta dimensão, se costuma designar por lucro objetivo –, o qual se destina depois a ser repartido pelos sócios, designando-se, nesta vertente, por lucro subjectivo. Esta dúplici concepção de lucro é, inquestionavelmente, aquela que está presente na noção de sociedade (...), o fim da sociedade é o de os sócios repartirem entre si os lucros resultantes do exercício da actividade social (...). De resto, esta vertente subjectiva do lucro é o quid specificum das sociedades comerciais, que permite diferenciá-las de outras estruturas associativas (associações, cooperativas, agrupamentos complementares de empresas, consórcios, etc.), onde tal circunstância não se verifica. (...) O sócio, individualmente considerado, tem, pois, um direito sobre o lucro (...), que se traduz, por um lado, no direito de exigir que a sociedade tenha por finalidade o escopo lucrativo e, por outro, no direito de participar na distribuição dos lucros apurados pela sociedade.” (Destaques nossos) (DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. pp. 264-265).

⁴¹ “Mas o objetivo específico do contrato de sociedade é, sempre, a produção e partilha de lucros entre os sócios; ou melhor, a distribuição dos lucros sociais. Não é sociedade o pacto que estipulasse fossem os lucros da actividade comum totalmente reinvestidos no negócio, sem jamais serem distribuídos entre os sócios, nem directa nem indirectamente.” (Destaques nossos) (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 150).

Uma perspectiva possível – e que fundamenta o segundo componente do direito aos lucros sociais, conforme aqui tratado – é a que determina ser direito dos sócios participar, em igualdade de condições, dos lucros de balanço a serem distribuídos, não podendo existir, portanto, as chamadas “sociedades leoninas”, que são marcadas, justamente, pela tentativa de se atribuir a um ou mais sócios, em detrimento dos demais, a totalidade do lucro social, ou ao menos uma parcela muito significativa dele, sem qualquer tipo de correspondência com o nível de aportes (contribuição ao capital social) realizado. Trata-se, essencialmente, de garantir, em função da própria natureza do contrato de sociedade, que os sócios, se e o quando existirem lucros, possam deles participar, na exata medida das suas forças societárias (determinadas pela qualificação específica do *status socii* atribuído ao acionista a partir da titularidade das ações), sem qualquer tipo de privilégio ou desfavorecimento⁴². Afinal, não existe verdadeira sociedade (em sentido jurídico) nas relações associativas privadas (i) que não tenham fins lucrativos, (ii) que permitam a qualquer dos sócios o direito de exigir a garantia firme de retiradas de riquezas, mesmo diante da inexistência de lucros contábeis, ou (iii) que não distribuam os lucros eventualmente apurados de forma equitativa entre os respectivos sócios, de acordo com os critérios especificados no contrato de sociedade em questão (o que resultaria na chamada sociedade leonina)⁴³.

O preceito fundado na proibição do pacto leonino, a exemplo do que já se observou no contexto do primeiro componente do direito aos lucros sociais, independe da verificação efetiva de lucros pela sociedade. Na realidade, o lucro em si, concreto, é irrelevante⁴⁴. A

⁴² “(...) o ‘pacto leonino’ consiste na imposição aos restantes sócios de uma solução que os mesmos não aceitariam se estivessem em condições de paridade com o proponente.” (GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 153).

⁴³ Esta última hipótese, é claro, apenas se assumirmos que não se trata de um acionista inadimplente. Se o acionista for inadimplente em relação às suas obrigações legais ou estatutárias, o art. 120 da LSA garante à assembleia geral o poder para suspender o exercício dos direitos societários de tal acionista, incluindo, por consequência, o direito a receber os frutos (dividendos) decorrentes da sua participação social. Dessa forma, para facilitar a análise dos temas do presente trabalho, deverá ser admitido que os acionistas estarão sempre adimplentes com suas respectivas obrigações, não havendo, portanto, restrições ao exercício pleno de seus direitos políticos ou patrimoniais. No entanto, essa escolha limitativa de escopo não impedirá que certos efeitos decorrentes dos inadimplementos acionários também sejam considerados, quando a matéria específica em análise assim determinar.

⁴⁴ A observação não deixa de ser pertinente e diretamente alinhada com a visão de Fábio Konder Comparato, para quem a posição jurídica do sócio frente aos lucros sociais varia, conforme o estágio em que se encontra a produção de lucros. Inicialmente, os lucros ainda não foram produzidos, mas poderão sê-lo, momento em que, como visto, o direito ao lucro se justifica, principalmente, em razão da sua prerrogativa de garantir ao acionista a aptidão para exigir o fim econômico da sociedade (primeiro componente) e impedir a prática da sociedade leonina (segundo componente). Em um segundo estágio, os lucros já foram apurados no patrimônio social, como excedente positivo nas demonstrações de resultados do exercício e no balanço patrimonial respectivo, mas ainda não houve a sua distribuição entre os sócios, o que ocorrerá a partir da participação do acionista no processo deliberativo do lucro (terceiro componente). Por fim, o terceiro estágio, marcado pelo momento em que já houve deliberação social e distribuição do lucro entre os sócios, nascendo a cada um deles efetivo direito

preocupação aqui é garantir, *ex ante* à produção efetiva de lucro, o não prevalecimento de qualquer regra inserida no contrato de sociedade ou em acordos parassociais que possa impedir a participação nos lucros por algum dos sócios, ou mesmo tornar essa participação demasiadamente ínfima e desprovida de elementos jurídicos e econômicos que a justifique.

A proibição do pacto leonino, no contexto das sociedades por ações, está implícita no direito geral do acionista ao lucro social – é, na verdade, um de seus três componentes – conforme estabelecido no art. 109, I e § 1º, da LSA – e tem seu fundamento na própria comunhão de escopo inerente aos contratos plurilaterais do tipo associativo⁴⁵. No entanto, é interessante observar que, na disciplina das sociedades simples, cuja regulamentação aplica-se de forma subsidiária às companhias (art. 1.089 do CCBra), a referida proibição se revela ainda mais evidente, conforme se observa nos termos dos arts. 1.007 e 1.008 do CCBra.

Primeiramente, disciplina-se no art. 1.008 do CCBra que nenhum sócio pode ser excluído de participação dos lucros e das perdas. Na realidade, a participação nas perdas é, essencialmente, a atribuição de um dos deveres dos sócios, que serve como exato contraponto ao direito à participação nos lucros. Tal disciplina faz sentido, tendo em vista que os riscos inerentes à atividade social podem proporcionar tanto lucros, quanto prejuízos à sociedade, sendo correto que, no caso dos segundos, os sócios também sejam chamados a responder na mesma medida em que se beneficiariam caso o resultado financeiro apurado pela sociedade tivesse materializado os primeiros⁴⁶. Trata-se, aqui, de reconhecer a situação jurídica do sócio (*status socii*) como sujeita à uma comunhão de escopo (sucesso ou fracasso da atividade social). Não atribuir ao sócio o dever de participar nas perdas, como contrapartida do benefício do lucro, seria o mesmo que atribuir outra natureza à sua participação social⁴⁷.

de crédito (extra societário) ao lucro (lucro concreto, dividendo) (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 152).

⁴⁵ “(...), percebe-se que a vedação de estipulações societárias que excluam algum sócio da participação nos lucros ou nas perdas da sociedade constitui mera aplicação do princípio da comunhão de escopo, essencial nos contratos plurilaterais e, especificamente, nos contratos sociais.” (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 154).

⁴⁶ “Ora, a comunhão de escopo, que é elemento diretor e unificador da relação societária, importa igualmente numa participação dos sócios nesses resultados deficitários. O risco inerente ao negócio de sociedade não é apenas a inexistência de lucros, mas também a ocorrência de prejuízos. O *status socii* acarreta, obrigatoriamente, a assunção de uma quota-parte desses valores negativos.” (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 153).

⁴⁷ É justamente este o elemento diferenciador do contrato de sociedade e de seus contratantes (os sócios) em relação a outros contratos de intercâmbio e suas respectivas partes. Embora certos indivíduos que transacionem com a sociedade possam ter o direito de participar nos lucros sociais, tais como os debenturistas, os empregados e os titulares de partes beneficiárias, estes não têm o dever de responder pelas perdas. Tal responsabilidade

A participação nas perdas poderá ocorrer de forma distinta, a depender do tipo de sociedade na qual o sócio se insere. No caso das sociedades de pessoas, que, em regra, são desprovidas de limitação de responsabilidade, a perda da sociedade se refletirá, subsidiariamente – após o exaurimento do patrimônio social – no patrimônio de cada um dos sócios individualmente considerados, na exata extensão dos prejuízos. Já na sociedade anônima, a atribuição de limitação de responsabilidade permite que a perda se materialize ao acionista apenas a partir da desvalorização proporcional das suas respectivas ações⁴⁸ ou, ainda, nos casos mais sérios, na perda ou liquidação das ações em si (falência), sem que exista qualquer obrigação de aporte adicional de recursos, exceto nas hipóteses de não integralização do capital social subscrito, de evidente subcapitalização, ou, ainda, em razão do estabelecimento de regras de solidariedade específicas (a exemplo do que ocorre na legislação ambiental, consumerista, fiscal e trabalhista, em relação às quais a regra da limitação de responsabilidade pode ser afastada).

No que se refere ao art. 1.007 do CCBra, nota-se que a regra da proibição do pacto leonino não elimina a possibilidade de que os sócios, de forma convencional, possam afastar a regra geral da proporção do número de quotas (ou de ações) como base para a determinação da participação nas perdas e nos lucros, a fim de prever outra, em caráter supletivo. Dessa forma, é perfeitamente possível que, se existir razão jurídica e econômica para tanto, os acionistas estabeleçam entre si uma regra diferenciada de proporção de participação nos lucros, de forma a viabilizar a organização societária mais condizente com a sua realidade econômica, que não seja correspondente à proporção do número de ações que cada um deles detém na companhia⁴⁹, desde que observado, contudo, o preceito geral do § 1º do art. 109 da

cabe apenas a quem recai o *status socii* em sua completude, vale dizer: ao sócio.

⁴⁸ “O acionista participa, em qualquer hipótese, das perdas sofridas pela companhia, na medida em que o valor patrimonial de suas ações vê-se afetado pelos resultados negativos que a sociedade venha a apresentar no correr dos exercícios (como, correlatamente, esse valor é incrementado pelo acúmulo de reservas em suspenso). Declarando-se a insolvência da companhia e abrindo-se o concurso falimentar, o acionista, como qualquer sócio, só poderá ser reembolsado do valor de seu investimento acionário pelo reliquat eventualmente existente, uma vez pagos todos os credores sociais.” (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 154).

⁴⁹ Essa prática se dá, no caso das sociedades por ações, pela criação de espécies distintas de ações, atribuindo a cada uma delas diferentes direitos patrimoniais e de participação. Nesse sentido, vale citar o caso apresentado recentemente à CVM pela Azul Linhas Aéreas Brasileiras S.A., no contexto do seu pedido de emissor de valores mobiliários e de registro de companhia aberta. De acordo com o art. 5º, §10º, do estatuto da companhia, as ações preferenciais apresentam, entre outras vantagens políticas e econômicas, o “(iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária”. A razão da referida vantagem era bastante simples: o preço de emissão das ações preferenciais era 75 (setenta e cinco) vezes superior ao das ações ordinárias. Dessa maneira, como forma de compensar o maior aporte de recursos financeiros na companhia, sem a proporção esperada em termos de números de ações, a companhia estabeleceu um procedimento claro no sentido de atribuir uma participação nos lucros maior aos acionistas

LSA, que impõe a necessidade de existirem direitos iguais entre as ações de uma mesma classe (mas não, necessariamente, entre as respectivas classes de ações). Por esse motivo, a exceção prevista no art. 1.007 do CCBra não é em relação à proibição do pacto leonino em si, mas ao critério previsto para viabilizar a participação do sócio nos lucros e perdas⁵⁰.

Havendo uma razão econômica relevante, nada impede, portanto, que se criem diferenciações entre os acionistas em matéria de distribuição de lucros, sem que isso represente uma ofensa à proibição do pacto leonino. Contudo, essas diferenciações precisam valer para todos os acionistas que forem titulares das ações “gratificadas” pelo critério especial de participação nos lucros sociais, sob pena de, ao se privilegiar apenas alguns dos detentores das referidas ações, haver, aí sim, a caracterização da companhia leonina.

Apesar de ser possível a alteração do critério relativo à partilha, é certo também que este precisará ser claro a todos os sócios, além de ter evidente embasamento jurídico e econômico. A atribuição de uma parcela menor de lucros, sob a justificativa de existir um critério de partilha diferenciado, pode acobertar cláusulas estatutárias ou parassociais que, essencialmente, direcionem à relação societária a um pacto leonino. Por essa razão, cada novo critério precisa ser analisado no caso concreto, não sendo possível aceitar seus preceitos como válidos ou inválidos, de forma apriorística, sob pena de se incorrer em distorções à regra da proibição das sociedades leoninas⁵¹.

preferencialistas, tendo por base não o número de ações, mas sim o montante total atribuído ao capital social por cada sócio. Trata-se, essencialmente, de uma regra distinta da disciplina geral prevista na LSA e no CCBra, mas que apresenta fundamentos jurídicos e econômicos absolutamente consistentes. Por essa razão, embora a discussão analisada pelo Colegiado da CVM tivesse foco distinto (o objeto de análise era saber se as ações preferenciais da Azul Linhas Aéreas Brasileiras S.A. estavam em conformidade com o disposto no art. 15, § 2º, da LSA), em nenhum momento o critério de participação nos lucros sociais fora questionado pela CVM, que entendeu ser a regra criada uma exceção legítima à disposição geral da proporcionalidade no número de ações. Ademais, a referida vantagem atribuída aos preferencialistas aplicava-se de forma igualitária entre eles, não havendo, portanto, qualquer diferenciação que pudesse configurar uma infração à regra determinada no § 1º do art. 109 da LSA.

⁵⁰ Essa posição reflete o pensamento de Fábio Konder Comparato, que, ao comentar o art. 330 do Código Comercial de 1850, cuja redação era essencialmente a mesma encontrada no art. 1.007 do CCBra, afirmou o seguinte em relação à exceção permitida pela legislação societária: *“A ressalva da parte final do art. 330 não se refere, a toda evidência, ao princípio da comunhão de lucros e perdas, mas ao critério capitalista de partilha entre os sócios: o valor respectivo de suas quotas de capital.”* (COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 156).

⁵¹ *“No mais das vezes, as estipulações leoninas estarão escamoteadas, e só uma correcta interpretação das cláusulas, muitas vezes já no âmbito da sua aplicação no caso concreto, permite identificar o seu caráter leonino, pelo que uma das questões mais interessantes em matéria de pacto leonino consiste em determinar quando estamos perante uma estipulação leonina, confluindo os autores de que a priori é muito difícil qualificar a estipulação como leonina, pois é perfeitamente possível que a cláusula aparente ser válida mas se torne leonina, na sua aplicação ao caso concreto. Será o caso das estipulações em que a participação do sócio nos lucros e ou perdas represente uma possibilidade meramente abstracta.”* (GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 166). Nesse mesmo sentido: COMPARATO, Fábio Konder. *O Direito ao Lucro...*, Ob. Cit. p. 157.

A invalidade deve recair sobre as cláusulas estatutárias ou parassociais que impeçam a efetiva participação equitativa nos lucros ou nas perdas (ou constituam critérios distributivos que levem ao mesmo resultado), e não sobre a relação societária em si mesma (art. 1.008 do CCBra). Dessa forma, caso, por exemplo, uma cláusula que preveja um critério distinto de participação nos lucros ou nas perdas por parte de alguns sócios seja qualificada como um pacto leonino disfarçado, a boa interpretação determina que se mantenha o vínculo societário, tal qual originalmente organizado entre os sócios, preocupando-se, apenas, em reestabelecer o critério participativo previsto em lei (ou seja, substituir a cláusula inválida, conforme negociada entre as partes, pelo disposto no art. 1.007 do CCBra).

Nesse sentido, o CCBra inovou em relação ao Código Comercial de 1850, que disciplinava, em seu art. 288, a nulidade do contrato de sociedade como um todo diante da verificação da cláusula leonina⁵². Segundo Franco di Sabato⁵³, a participação plena e equitativa nos lucros e nas perdas é elemento indissociável da sociedade, sendo admissível a nulidade da cláusula leonina, mas já não a sua contaminação ao contrato de sociedade e às participações sociais dele decorrentes, por motivos relativos à tutela de interesses de terceiros, que não devem ser prejudicados pelo risco de nulidade da sociedade e, consequentemente, pela perda do patrimônio social a ela inerente. Dessa forma, a disciplina da matéria em termos mais flexíveis e limitados – preocupando-se com a preservação da sociedade e o restabelecimento da equidade entre os sócios na participação nos lucros e nas perdas – seria a solução capaz de proporcionar os melhores resultados para a regulação do problema relativo ao pacto leonino⁵⁴.

⁵² Segundo o Código Comercial de 1850: “art. 288. *É nula a sociedade ou companhia em que se estipular que a totalidade dos lucros pertença a um só dos associados, ou em que algum seja excluído, e a desonerar de toda a contribuição nas perdas as somas ou efeitos entrados por um ou mais sócios para o fundo social.*”.

⁵³ DI SABATO, Franco. *Manuale delle Società*. 6ª Edição. Torino: Utet, 1999. p. 35.

⁵⁴ Em sentido contrário a esse entendimento, posicionou-se Giuseppe Ferri, para quem a existência da cláusula leonina colocava em questionamento o próprio contrato de sociedade, devendo ser nula a relação societária em seu todo, embora admitisse que o disposto na lei italiana em vigor era no sentido de determinar a nulidade apenas da cláusula qualificada como leonina (FERRI, Giuseppe. *Le Società*, ‘in’ *Tratatto de Diritto Civile Italiano* (dirigido por Filippo Vassali). Vol. X, Tomo 3. Torino: Utet, 1971. pp. 26 e ss.). Adotando uma visão intermediária, apresenta-se Fátima Gomes, para quem a invalidade deveria recair apenas sobre a cláusula qualificada como leonina – preservando-se, portanto, a continuidade da sociedade e determinando-se, ato contínuo, a substituição da cláusula declarada inválida pelo critério geral previsto em lei –, mas desde que a regra relativa à distribuição das perdas e dos lucros não tivesse sido determinante para a formação do vínculo societário. Nas hipóteses em que a existência da cláusula invalidada tivesse tido relevância determinante para a própria constituição ou aquisição da participação social, então seria possível se admitir a invalidade da sociedade em si, seguida da sua respectiva dissolução ou conversão em outra organização finalística privada admitida pelo ordenamento jurídico (GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 165).

2.3.3. Terceiro Componente: direito de participar do processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais

Se o segundo componente do direito aos lucros sociais tem por objeto o estabelecimento dos critérios que viabilizarão a distribuição equitativa dos lucros (e das perdas) entre os sócios, reprimindo qualquer forma de abuso que possa direcionar a sociedade a um pacto leonino, o terceiro e último componente tem por pressuposto viabilizar a participação dos sócios no processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais⁵⁵, influenciando, portanto, em seus resultados (ou seja, na forma como o lucro social foi alocado entre as várias possíveis destinações)⁵⁶. Como decorrência dessa característica, três observações iniciais se fazem necessárias, a fim de se estabelecer uma adequada sistematização dos componentes do direito do acionista aos lucros sociais.

A primeira é que – diferentemente do verificado no primeiro e segundo componentes, em relação aos quais a existência ou não de lucros financeiros aptos a serem contabilizados pela sociedade era irrelevante para o exercício dos direitos específicos a eles subjacentes – o lucro financeiro revela-se agora absolutamente essencial para tornar possível a participação de cada um dos sócios no processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais. Se não há lucro financeiro apto a ser convertido em lucro social, não há que se falar em direitos de apuração e, muito menos, de distribuição. O terceiro componente permanecerá, portanto, potencial, até que, em exercícios financeiros seguintes, existam lucros que possam ativá-lo. Trata-se aqui da transição entre o primeiro e o segundo estágio de formação dos lucros sociais⁵⁷, bem como do início do processo formativo do direito subjetivo do acionista ao dividendo, em seu perfil de crédito (cf. será analisado no Capítulo III).

A segunda observação relevante decorre da dupla natureza que caracteriza o direito do acionista aos lucros sociais (cf. Subcapítulo 1.2.2): se, por um lado, esse direito reveste-se de um caráter patrimonial evidente, marcado pelos direitos materiais do acionista (a) de

⁵⁵ Aqui, novamente, não se tem por preocupação qualquer questionamento relativo à qualidade (eficiência econômica) do lucro social, mas apenas do lucro social (decorrente das atividades sociais ou de atos secundários e acessórios a tais atividades) que tenha sido efetivamente contabilizado.

⁵⁶ Não sem outro motivo, toda a sistemática de aprovações relativa à apuração e à distribuição dos lucros sociais seja imputada, na LSA, aos acionistas, sendo bastante restritas as hipóteses em que os administradores podem intervir nesse processo. “O acionista tem, pois, genericamente, um direito aos lucros sociais, consistente em ver rigorosamente observadas as regras legais de apuração e destinação dos lucros.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. p. 152).

⁵⁷ Cf. Fábio Konder Comparato (conferir Nota de Rodapé nº 44 deste Capítulo 02, Subcapítulo 2.3.2).

exigir que a sociedade esteja voltada a fins lucrativos (primeiro componente) e (b) de auferir para si parcelas dos lucros sociais de forma equitativa (segundo componente) entre todos os demais sócios, por outro, ele também ganha contornos políticos-societários, pois coloca o sócio em uma posição jurídica perante a companhia que lhe permite acompanhar o processo de apuração dos lucros sociais e determinar, dentro de certos critérios, o destino a ser atribuído aos lucros líquidos do exercício (terceiro componente). Em seu terceiro componente, o direito aos lucros sociais revela-se, portanto, de caráter mais processual do que material e, conseqüentemente, mais político do que patrimonial. Por essa razão, é sob o seu terceiro elemento constitutivo que o exercício do direito aos lucros sociais pelo respectivo acionista acaba se relacionando, mais diretamente, com outros direitos societários inerentes à participação social⁵⁸, tais como: o direito de fiscalização das contas da companhia, o direito de questionamento dos princípios gerenciais adotados pelos administradores e o direito de voto para manifestar seus interesses nas matérias pertinentes à distribuição e retenção dos lucros. Todos esses outros direitos destinam-se a viabilizar uma participação efetiva e interventiva do acionista no processo apurativo e declaratório-distributivo dos resultados sociais.

A última observação coloca-se, justamente, como uma decorrência lógica do próprio caráter mais político do que patrimonial inerente ao terceiro componente do direito aos lucros sociais. Se o foco aqui é o processo por meio do qual o lucro social é apurado e posteriormente distribuído entre os sócios e a companhia, é natural que seja sob este terceiro componente que surjam os maiores conflitos de interesse entre as partes mais diretamente envolvidas com a companhia, a saber: os administradores, os controladores, os acionistas minoritários, bem como os credores da sociedade e de cada um dos acionistas individualmente considerados. Esse conflito dar-se-á dentro dos limites das políticas do autofinanciamento societário, sendo certo que um grupo defenderá a maior retenção possível de lucros para fins de custeio dos planos de expansão da companhia, enquanto outro desejará a máxima distribuição possível – na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio – do lucro periodicamente apurado. Por essa razão, a LSA estabelece regras – muitas delas, em caráter imperativo – com a finalidade de reduzir o campo de discricionariedade das referidas partes ao longo do processo apurativo e distributivo dos lucros sociais. No entanto, por mais avançadas e bem estruturadas que sejam essas regras, ainda existem espaços para que as

⁵⁸ E nem poderia ser diferente, pois nenhum direito societário (inerente à participação social) é autônomo em si mesmo, mas, pelo contrário, está estruturalmente relacionado com os demais, fazendo da participação social um todo indivisível (art. 28 da LSA).

disputas e conflitos entre os dois interesses (retenção vs. distribuição de lucros) ocorram.

Apresentados os fundamentos iniciais que marcam de forma mais evidente o terceiro elemento constitutivo do direito aos lucros sociais, cabe agora delimitar os principais aspectos que caracterizam juridicamente o processo apurativo e declaratório-distributivo do lucro social.

Os processos de apuração e de declaração-distribuição dos lucros sociais são complexos e exigem o envolvimento de diversas esferas da organização societária para que possam ser concluídos. De forma bastante resumida, pode-se estabelecer como fase preliminar desses processos (diretamente intercalados e relacionados entre si) o momento no qual os diretores da companhia cuidam para que, ao fim de cada exercício social (art. 175 da LSA), os lançamentos contábeis sejam encerrados e as demonstrações financeiras⁵⁹

⁵⁹ Embora a LSA apresente, em sua art. 176, um rol mais amplo de documentos que compõem as chamadas “demonstrações financeiras” e que precisam ser elaborados pela administração da companhia para fins de aprovação de contas e distribuição de dividendos, a nós interessa em particular apenas dois: (a) o Balanço Patrimonial do Exercício (BL) e o (b) o Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE). O DRE é o documento preparado a cada exercício social, no qual se evidencia o confronto das receitas, despesas e custos decorrentes das atividades da companhia, bem como dos atos acessórios e secundários por ela realizados, informando, ao final, se há lucro financeiro apto a ser qualificado como lucro social – ou seja, como acréscimo de riqueza contabilmente reconhecido e atribuído ao patrimônio da companhia – ou se, ao contrário, há prejuízo financeiro – ou seja, redução do patrimônio geral da companhia (inclusive, eventualmente, da parcela que contempla o valor do capital social). O BL “*é a demonstração do estado do patrimônio [da companhia] em determinado momento, admitido que o processo do patrimônio continuará indefinidamente [ou seja, continuará a variar positiva ou negativamente ao longo de todo o período – tendencialmente perpétuo – no qual as atividades sociais serão realizadas]. O balanço elaborado com esse pressuposto reconhece como ativo tudo o que tem capacidade de contribuir para a formação do lucro da sociedade empresária no futuro, inclusive intangíveis, despesas do exercício seguinte e despesas classificadas no ativo diferido*” (Acréscimos nossos) (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. pp. 654-655). Ou seja, o BL nada mais é do que uma fotografia da situação patrimonial da companhia em certo período, mostrando as evoluções das suas posições passivas e ativas. O resultado (lucro social) apurado no DRE, após a dedução dos prejuízos acumulados e da provisão para o Imposto sobre a Renda, é incorporado, no mesmo exercício social, ao patrimônio líquido apresentado no BL, através do seu lançamento à conta “Lucros ou Prejuízos Acumulados” e, desta, às contas relativas às possíveis destinações que vierem a ser atribuídas ao lucro social apurado. Dessa forma, caso a companhia opte por reter lucros para fins de financiamento de novas atividades sociais a serem empreendidas no futuro, então o BL indicará um efetivo acréscimo no patrimônio da companhia, aferido por meio da existência de uma maior quantidade de recursos financeiros em caixa, de um maior número de reservas formadas para eventualidades subsequentes ou até mesmo por meio de aumentos dos valores relativos dos ativos da companhia. Por outro lado, se a opção for pela distribuição integral dos lucros líquidos apurados em certo exercício social, então o BL não indicará qualquer variação real no patrimônio líquido da companhia em relação ao exercício financeiro anterior (afinal, todo o acréscimo de riqueza apurado terá sido transferido da esfera patrimonial da companhia para a do acionista, mediante pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio). Adicionalmente, cabe observar que, nos termos do atual § 6º do art. 202 da LSA, a companhia não pode mais manter qualquer recurso disponível na conta “Lucros ou Prejuízos Acumulados”. Essa conta serve hoje, portanto, como mera conta transitória entre a riqueza apurada no DRE e a sua consolidação no BL (no patrimônio social). Conforme será argumentado oportunamente, essa nova disciplina visa coibir a prática de retenção ilegítima de lucros pela companhia, em detrimento dos interesses dos acionistas, muito empregada no passado das principais companhias brasileiras. Na prática, ao não obrigar que o lucro social registrado na conta “Lucros ou Prejuízos Acumulados” fosse efetivamente destinado a uma finalidade (satisfativa dos interesses dos acionistas ou da própria companhia, não importa), a LSA abria espaço para que o destino do lucro ficasse sem ser deliberado pela assembleia geral, permitindo que ações oportunistas de administradores e controladores fossem realizadas.

elaboradas, contendo as notas explicativas e as demais informações gerenciais necessárias para evidenciar a situação patrimonial e os resultados do exercício da companhia. Após essa etapa, as demonstrações financeiras são encaminhadas (a) para o Conselho Fiscal (se instalado), para que este as analise e, subsequentemente, emita o seu parecer aprovando ou rejeitando as contas apresentadas pela administração (art. 163, I, II, III, VI e VII, da LSA), bem como (b) para a empresa responsável pela auditoria independente da companhia, quando for o caso (art. 177, § 3º, da LSA). Por fim, a assembleia geral ordinária será convocada para aprovar ou recusar as demonstrações financeiras, sancionar ou reprová-las os atos da administração, bem como deliberar sobre a destinação dos lucros sociais e a distribuição de dividendos (art. 133, I, II e III, da LSA).

Como é possível observar, a sistemática empregada pela LSA favorece sobremaneira o acionista da companhia no que se refere à deliberação alocativa dos lucros sociais, deixando uma margem muito pequena (ou, em alguns casos, nem mesmo isso) para a influência dos administradores nesse quesito (o que não significa que tal influência não possa ser verificada ao longo do processo).

No entanto, no que se refere à apuração dos lucros sociais, essa lógica se inverte, passando a existir uma influência maior dos administradores e um acompanhamento mais restrito (mas não inefetivo) por parte dos acionistas. Para compensar essa dinâmica na qual o acionista tem uma influência reduzida na apuração dos lucros sociais (ao menos em parte deste processo), a LSA estabelece uma série de medidas que buscam impedir uma atuação inadequada dos administradores, tornando possível que os acionistas possam participar, na máxima extensão possível, das escolhas relativas à alocação dos lucros sociais apurados.

2.3.3.1. Processo de apuração dos lucros sociais

O processo de apuração dos lucros se dá, basicamente, em duas etapas: (a) a *interna*, relativa aos procedimentos gerenciais da administração, em relação aos quais a influência dos acionistas é indireta; e (b) a *externa*, na qual a apuração passa a ser diretamente determinada por decisões dos próprios acionistas, nos termos permitidos pelos arts. 194 a 202 da LSA.

Aquilo que era para ser meramente temporário ou transitório tinha se transformado, até a reforma promovida pela Lei nº 10.303/2001, em permanente.

(a) Apuração Interna

Sob a perspectiva interna, a administração conduz as atividades da companhia e, concomitantemente, realiza também os procedimentos financeiros que legitimarão, mediante a elaboração do Balanço Patrimonial de Exercício (BL) e do Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE), o reconhecimento dos excedentes financeiros como lucros da companhia. Esses procedimentos (cujos detalhes transcendem o escopo deste trabalho⁶⁰) envolvem técnicas contábeis bastante rígidas e cada vez mais unificadas em todo o mundo⁶¹, que impedem qualquer prática (p. ex. as reservas ocultas⁶²) que possa proporcionar a redução

⁶⁰ Para uma visão completa das regras contábeis aplicáveis às práticas societárias destinadas à legitimação do lucro social, ver: FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS (FIPECAFI). *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às Demais Sociedades*. Diretor responsável Sérgio de Iudícibus; coordenador técnico Eliseu Martins; supervisor de equipe de trabalho: Ernesto Rubens Gelbcke. 7ª Edição, 4ª Reimpr. São Paulo: Atlas, 2008. pp. 344-379.

⁶¹ A partir de 1973, a *International Accounting Standards Committee (IASC)*, atualmente denominada *International Accounting Standards Board (IASB)*, iniciou um processo de padronização de princípios e procedimentos contábeis a serem aplicados mundialmente, o que resultou nos *Generally Accepted Accounting Principals (GAAP)* e no *IRFS 1 – First-time Adoption of International Financial Reporting Standards*. Entre 2005 a 2009, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) estabeleceu um conjunto substancial de normas que foram posteriormente ratificadas pela CVM, determinando a convergência das práticas contábeis brasileiras às regras do GAAP e do IRFS 1, com algumas adaptações. A adoção definitiva das práticas internacionais de contabilidade foi formalizada por meio da Deliberação CVM nº 609/09 e da Resolução do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) nº 1.253/09. Ademais, a LSA, a partir de 2007, determinou que as práticas contábeis a serem elaboradas pela CVM deveriam seguir os parâmetros estabelecidos internacionalmente (art. 177, § 5º), o que serviu como um catalizador importante deste processo.

⁶² A prática da constituição das reservas ocultas foi utilizada por muito anos, tendo sido, até mesmo, expressamente recepcionada, ainda que com certas variações, pelo direito positivo de alguns países (a exemplo da Suíça, Alemanha e França). Conforme bem define Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “(...) as chamadas reservas secretas, tácitas ou ocultas, não resultam da destinação de lucros feita por processos regulares, mas decorrem do acultamento, propositado ou não, de ativos no balanço, mediante artifícios contabilísticos, que, em suma, visam: a) à supervalorização do passivo e b) à subavaliação dos elementos do ativo.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 200-201). Em outras palavras, tratavam-se de medidas contábeis que proporcionavam a redução do lucro social passível de distribuição entre os sócios, ao criarem a impressão de que o patrimônio social era menor do que efetivamente se revelava nas demonstrações financeiras da companhia (ROSSI, Guido. *Utile di Bilancio, Riserve e Dividendo*. Milano: Giuffrè, 1957. pp. 39 e ss). Diversas eram as formas sob as quais tais artifícios poderiam ocorrer, sendo as mais comuns os procedimentos relativos à avaliação de ativos e o reconhecimento de despesas de amortização/depreciação de bens e equipamentos. Essa prática contábil era admitida por diversas jurisdições porque se acreditava que, ao esconder os reais resultados operacionais da companhia, bem como os valores dos bens que compunham o patrimônio social, os administradores teriam melhores condições de fazer frente às eventuais dificuldades financeiras futuras. Afinal, como os credores e os próprios acionistas desconheciam as reais sobras financeiras que os administradores alocavam às “reservas ocultas”, a administração da companhia acabava dispondo, consequentemente, de mais recursos do que aqueles apresentados nas demonstrações financeiras, ficando esses recursos imunes às pretensões de pagamento dos credores ou de distribuição, na forma de dividendos, dos acionistas. Atualmente, contudo, em razão das regras de clareza, segurança e facilidade no acesso à informação pelo acionista, preconizada pelas legislações societárias mais modernas e também nos princípios contábeis do GAAP, que foram difundidos pelo mundo a partir da década de 70, a prática das reservas ocultas acabou se tornando não apenas obsoleta, como proibida. No entanto, conforme bem destaca Bruno Robert (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 159-160), o princípio subjacente à prática, que era proporcionar a criação de fundos de reservas da companhia que estivessem disponíveis à administração para fazer frente a novos projetos ou tempos de escassez, permaneceu. Porém, agora, esse processo se dá de forma aberta e clara

artificial do lucro societário e, conseqüentemente, a quantidade de recursos em relação aos quais os acionistas têm o direito essencial, inderrogável e irrenunciável de determinar a sua destinação. Por esse motivo, vigora no atual ordenamento societário brasileiro, a exemplo do que se observa em outros países⁶³, a regra segundo a qual os registros contábeis devem ser bastante claros, acessíveis e de fácil compreensão por qualquer indivíduo (arts. 176 e 177 da LSA), reprimindo-se não apenas os casos mais sérios e evidentes de fraude, como também as condutas contábeis que possam induzir a erros interpretativos quanto à real situação financeira da companhia.

Adicionalmente às rígidas regras contábeis que impedem a atuação irregular ou a discricionariedade excessiva da administração no processo apurativo (interno) do lucro – podendo levar a companhia a registrar, contabilmente, um lucro social menor do que efetivamente deveria –, a LSA garante ainda aos acionistas a possibilidade de participar de forma indireta deste processo. Tal possibilidade materializa-se, dentre outras formas, no exercício dos direitos fiscalizatórios (art. 109, III, da LSA), na exigência de notas explicativas detalhadas quanto aos critérios empregados nas demonstrações financeiras (art. 176, §§ 4º e 5º, da LSA) e na requisição da instalação do Conselho Fiscal da Companhia, a ser composto, inclusive, por membros indicados pelos acionistas minoritários, para fins de submissão das demonstrações financeiras à uma análise mais técnica e qualificada (art. 161, §§ 2º e 4º, da LSA). Todos esses direitos (instrumentais de participação social) passam a ser exercidos com a finalidade exclusiva de viabilizar a plena satisfação do direito aos lucros sociais do acionista, entendido, mais restritivamente, como o direito a uma apuração justa e equilibrada, conforme as regras e princípios contábeis geralmente aceitos.

(b) Apuração Externa

Em sua etapa externa, a apuração do lucro ganha novos contornos e passa a receber uma influência mais direta dos acionistas. Uma vez produzido os documentos que permitem

a todos os acionistas, seguindo sempre critérios jurídicos e financeiros bastante sólidos e determinados de maneira expressa pela LSA.

⁶³ Conforme bem destaca Pedro Pais Vasconcelos, ao tratar das práticas contábeis adotadas internacionalmente: “(...) nunca é demais enfatizar que, de entre vários processos contabilísticos formalmente permitidos pela multidão de preceitos legais e regularmente disponíveis, a escrituração deve ser feita de modo a revelar e exprimir com transparência e exactidão a verdade da real situação do património e dos negócios da sociedade. Não são lícitas práticas consistentes em manter fora do balanço (off-balance) operações, negócios, movimentos, activos e passivos da sociedade, nem a manipular de outro modo as contas da sociedade.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. pp. 88-89).

quantificar, contabilmente, o lucro financeiro apto a ser qualificado como lucro de exercício (ou seja, o lucro financeiro de titularidade da sociedade, apurado em um certo exercício social, antes de qualquer dedução legal, conforme previsto no art. 189 da LSA), caberá agora determinar sobre qual parcela deste lucro de exercício incidirá a legítima pretensão dos acionistas no sentido de determinar a sua alocação (processo declaratório-distributivo).

Na LSA, a apuração externa do lucro social apto a ser objeto de distribuição entre os sócios é determinada pelas disposições legais que disciplinam a formação do lucro líquido do exercício (arts. 189, 190 e 191 da LSA), a constituição de reservas estatutárias (art. 194 da LSA) e o dividendo mínimo obrigatório⁶⁴ (*statutory dividends*) (art. 202 da LSA). Em especial, a adoção do dividendo mínimo obrigatório determinou a existência de uma apuração diferenciada do lucro líquido do exercício que será distribuído aos acionistas. Dessa forma, a partir da definição do lucro líquido do exercício, ocorrerá uma apuração específica para a definição do montante a ser pago a título de dividendos mínimos obrigatórios, na qual a liberdade de atuação dos acionistas é possível, porém restrita e pautada por critérios bastante específicos⁶⁵, sendo a parcela remanescente deste processo

⁶⁴ O dividendo mínimo obrigatório (*statutory dividends*) foi um dos métodos adotados pelo Direito brasileiro com o intuito de reduzir o campo de discricionariedade do acionista controlador no processo alocativo do lucro passível de distribuição pela companhia. Na medida em que começaram a existir casos nos quais os controladores de grandes sociedades anônimas – valendo-se da extrema relevância atribuída, pelo antigo Decreto-Lei nº 2.627/1940, ao princípio da maioria – optavam por não distribuir os lucros sociais, mas sim reinvesti-los nas atividades da própria companhia, sem que houvesse uma justificativa econômica sólida para tanto, passou a existir a legítima preocupação de se evitar abusos de poder de controle e de se incentivar, consequentemente, o acesso do público investidor ao mercado de ações. Essa situação, aliás, embora pudesse ser ainda incipiente no Brasil, já havia sido bastante observada em mercados mais desenvolvidos (em especial, o americano), onde passou-se a regular os eventuais abusos decorrentes da não distribuição de lucros de diversas maneiras: desde a adoção dos “*statutory dividends*”, até a judicialização das disputas entre controladores e minoritários, tal como existiu no já referido caso protagonizado por Henry Ford (Dodge vs. Ford). No Brasil, a alternativa apresentada foi a de vincular uma parcela do lucro líquido do exercício à sua distribuição obrigatória aos acionistas (dividendo mínimo obrigatório), ou seja, de retirar do campo do poder majoritário do controlador a decisão a respeito do destino de (ao menos) uma parte dos lucros sociais apurados. Essa solução foi exatamente a proposta por Fábio Konder Comparato, ao delinear os termos em que a nova legislação das sociedades por ações (a atual LSA) deveria ser regulamentada: “*Por outro lado, compensando com a vantagem para o acionista a sua falta de deliberação sobre o balanço e a distribuição do lucro líquido da empresa, a lei deveria impor restrições eficazes aos abusos do autofinanciamento. Tal seria, por exemplo, a necessária previsão estatutária de um dividendo mínimo para todas as ações, cuja distribuição precederia obrigatoriamente o destaque de qualquer parcela dos lucros líquidos para a constituição de reservas estatutárias ou facultativas.*” (COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos...*, Ob. Cit. p. 90). E assim foi feito. A partir da regulamentação proposta no art. 202, “*o dividendo mínimo obrigatório, como está estabelecido hoje, sem dúvida, ajuda a proteger os acionistas minoritários contra abusos relacionados à alocação do lucro social. Essa proteção foi necessária, (...), e ainda parece ser útil no contexto atual, em que o mercado ainda está aprendendo a lidar com os direitos dos sócios e as responsabilidades dos administradores e controladores.*” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 77).

⁶⁵ “*De fato, a apuração do dividendo mínimo obrigatório é resultado praticamente automático da aplicação de normas legais ou estatutária, havendo raras oportunidades de intervenção dos administradores ou dos acionistas no cálculo do montante definido pela lei ou pelo estatuto social.*” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 102-103).

qualificada como aquela sobre a qual os acionistas terão, posteriormente, maior liberdade de deliberação, podendo escolher, dentro de certos parâmetros⁶⁶, a sua alocação específica. Sendo assim, o ordenamento societário brasileiro apresenta uma sistemática de apuração do lucro que segue uma lógica imperativa⁶⁷, em alguns momentos, abrindo espaço para a atuação dos administradores e dos acionistas, em outros.

(b.1) *Apuração do Lucro líquido do exercício*. Inicialmente, a LSA específica que as demonstrações financeiras da companhia deverão determinar o montante do lucro líquido do exercício (art. 191 da LSA), pois será a partir dele que todas as formas de dividendo permitidas serão calculadas e pagas, se assim for decidido pelos acionistas da companhia ou determinado nos termos da lei e do estatuto social. O lucro líquido do exercício é definido como sendo o lucro de balanço (ou seja, o lucro financeiro verificado a partir da realização das atividades operacionais e não operacionais da companhia, sendo posteriormente traduzido em linguagem contábil nas demonstrações financeiras), deduzido de qualquer prejuízo acumulado⁶⁸ e da provisão do Imposto sobre a Renda (art. 189 da LSA), bem como das participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190

⁶⁶ Conforme será demonstrado a seguir, o dividendo mínimo obrigatório não foi o único remédio que a LSA lançou mão para poder endereçar os conflitos de interesse decorrentes das políticas de autofinanciamento. Mesmo em relação à parcela do lucro líquido de exercício sobre a qual existe maior liberdade de destinação, ficando os minoritários, de fato, sujeitos às determinações dos controladores, existem também critérios bastante específicos e rígidos que precisarão ser observados para justificar a não distribuição de dividendos aos acionistas. Dessa forma, a LSA estabeleceu uma sistemática que, se de um lado, não retira do controlador a capacidade de determinar os rumos orçamentários da companhia (podendo escolher entre a retenção ou distribuição dos lucros), por outro, exige que cada alocação dos lucros líquidos que não resulte no pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio ao acionista seja devidamente justificada. Não havendo suporte fático ou jurídico que dê sustentação às decisões alocativas do lucro líquido de exercício tomadas pelos controladores, os respectivos montantes deverão ser, necessariamente, distribuídos aos acionistas (art. 202, § 6º, da LSA).

⁶⁷ Para os fins deste trabalho, não serão considerados na análise os dividendos específicos que possam ser distribuídos aos acionistas preferencialistas, nos termos do art. 203 do LSA. Para entender a dinâmica e a ordem de apuração dos lucros quando existem dividendos preferenciais a serem pagos, independentemente se cumulativos ou não-cumulativos, fixos ou mínimo (não confundir com o dividendo mínimo obrigatório), ver: IUDÍCIBUS; MARTINS e GELBCKE. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). *Manual de Contabilidade...*, Ob. Cit. pp. 365-372, obra da qual se extraiu os procedimentos de apuração do lucro social nos termos aqui apresentados.

⁶⁸ Neste momento, o princípio da intangibilidade do capital social e a sua função de proteção dos direitos de terceiros (credores) aparece de forma mais evidente. Ao exigir, como primeira condição, que do lucro de balanço sejam deduzidas quaisquer perdas ou prejuízos acumulados, a LSA está impedindo que existam retiradas de riqueza do patrimônio da companhia que correspondam, na realidade, ao montante total de capital social subscrito e integralizado pelos sócios. Os prejuízos acumulados são, assim, a soma dos resultados negativos incorridos pela companhia em exercícios sociais anteriores e que acabaram reduzindo o montante total aportado na companhia na forma de capital social. Por essa razão, os lucros de balanço posteriores deverão servir, antes de qualquer tipo de distribuição, como meio de recomposição da quantia correspondente ao capital social comprometido pelos sócios, sendo admissível apenas a distribuição aos acionistas – na forma de dividendos – dos lucros de balanço que representem, efetivamente, acréscimos à referida quantia.

da LSA).

(b.2) *Apuração da Base de Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório*. Diante da definição do lucro líquido do exercício, inicia-se, em seguida, a apuração da base de cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios, nos termos estabelecidos no art. 202 da LSA, mediante a dedução da parcela relativa à reserva legal⁶⁹ (art. 193 da LSA) e à reserva de incentivos fiscais⁷⁰ (art. 195-A da LSA), para, posteriormente, promover, ainda, a destinação ou reversão, conforme o caso, dos valores relativos à formação das reservas para contingências (art. 195 da LSA).

As reservas para contingências são a primeira forma disponibilizada pela LSA para que os administradores e os acionistas possam influenciar o processo apurativo do lucro líquido do exercício apto a ser distribuído. A constituição dessas reservas, cuja aprovação deverá ocorrer, necessariamente, no âmbito da assembleia geral, justifica-se sempre que, por proposta da administração da companhia, for identificada a possibilidade real de ocorrência de um evento futuro relevante, capaz de promover a redução de lucro nos exercícios sociais subsequentes. Dessa forma, ao destinar parte do lucro líquido do exercício às reservas para contingências, a companhia tem êxito em equalizar a distribuição de lucros ao longo do tempo, embora acabe por promover, no exercício social em que é constituída, uma redução significativa da base de cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios e, conseqüentemente, dos dividendos a serem livremente deliberados pelos acionistas⁷¹. Caso a perda provável

⁶⁹ A reserva legal é, como o próprio termo indica, uma exigência legislativa, em relação à qual os sócios não têm qualquer capacidade para interferir. O máximo que podem fazer é escolher a forma mais adequada para constituí-la, o que pode se dar – mediante a atribuição de sucessivas parcelas do lucro líquido do exercício (equivalentes a 5% do total apurado) – de acordo com um dos seguintes parâmetros: (i) até que a conta “Reserva Legal” atinja o montante correspondente a 20% do valor do capital social; ou (ii) até que se constitua uma reserva equivalente a 30% do capital social, formada a partir dos valores existente na própria conta “Reserva Legal” e nas demais contas de reserva de capital (art. 193, § 1º, da LSA). A reserva legal tem por finalidade servir de reforço ao capital social, proporcionando uma garantia adicional aos credores da sociedade. Por essa razão, a única utilização possível dessa reserva é a compensação de prejuízos ou aumentos de capital, nos termos previstos na LSA (art. 193, § 2º).

⁷⁰ Trata-se da reserva formada por parcela de lucros líquidos decorrentes de doações ou subvenções governamentais para investimentos. Por ser bastante específica, sua regulação não será abordada em detalhes neste estudo. Para uma visão mais completa das regras relativas à sua constituição e aos seus respectivos impactos no cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios, ver: (i) MUNHOZ, Eduardo Secchi; e ROBERT, Bruno. *A Lei nº 11.638/07 e o Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório*, ‘in’ WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 99; e (ii) IUDÍCIBUS; MARTINS e GELBCKE. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). *Manual de Contabilidade...*, Ob. Cit. pp. 358-360.

⁷¹ “O objetivo da constituição dessa reserva é segregar uma parcela de lucros, inclusive com a finalidade de não distribuí-la como dividendo, correspondente a prováveis perdas extraordinárias futuras, que acarretarão diminuição dos lucros (ou até o surgimento de prejuízos) em exercícios futuros.” (IUDÍCIBUS; MARTINS e GELBCKE. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). *Manual de Contabilidade...*, Ob. Cit. p. 352).

identificada pela companhia de fato venha a se materializar, então o lucro futuro apurado não será significativamente afetado, tendo em vista que as reservas para contingências serão levantadas e utilizadas para fazer frente a esse prejuízo financeiro (art. 195, § 2^a, segunda parte, da LSA). Por outro lado, não havendo a materialização do prejuízo, total ou parcialmente, os lucros líquidos dos exercícios anteriores que tenham sido destinados a tais reservas deverão ser revertidos ao processo de apuração do lucro no exercício financeiro em vigor, garantindo-se, assim, a ampliação da base de cálculo dos dividendos (art. 195, § 2^a, primeira parte, da LSA).

Do regime estabelecido às reservas para contingências, vale fazer algumas observações, que serão importantes tanto para a dinâmica do conflito do autofinanciamento societário, quanto para a constituição da cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos em garantia.

A primeira é que esta reserva, ao contrário do que ocorre com as demais, determinadas nos estatutos sociais ou por deliberação das assembleias gerais, é capaz de influenciar a própria distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios (art. 198 da LSA), já que tem influência direta sobre a sua base de cálculo. Pode, até mesmo, a depender do volume do prejuízo provável estimável, determinar a não distribuição de qualquer dividendo mínimo obrigatório. Dessa forma, quando constituída a reserva para contingência, o preceito legal do dividendo mínimo obrigatório acaba sendo afastado ou, pelo menos, enfraquecido, ainda que o motivo determinante de tal constituição seja legítimo. Tal fato pode acabar aumentando a tensão entre controladores e os acionistas minoritários, desencadeando conflitos societários relevantes.

Outro aspecto a ser destacado, e que tem relação direta com o potencial aumento do conflito societário entre os acionistas, diz respeito ao próprio quórum de aprovação exigido para a constituição das reservas para contingências. Diferentemente do que ocorre nos casos de redução do dividendo mínimo obrigatório ou mesmo da sua total retenção pela companhia, em que tal medida precisa ser aprovada por todos os acionistas presentes na assembleia geral (art. 202, § 3^o, da LSA), a avaliação da relevância ou não da constituição das reservas para contingências está submetida à regra da maioria, permitindo, por via de consequência, que o controlador possa aprovar, isoladamente (caso tal matéria não tenha sido submetida, em acordos parassociais, ao veto dos minoritários), a respectiva restrição.

Um terceiro aspecto bastante relevante decorre do fato de que, embora a lei imponha critérios específicos que precisam ser apresentados pela administração para justificar a

necessidade da constituição das reservas para contingências – que incluem, entre outros, o valor estimado da perda, a indicação detalhada da sua causa e os motivos que fundamentam a prudência da medida –, é sempre possível que os administradores, em razão da posição mais privilegiada que ocupam em relação ao desenvolvimento das atividades sociais, possam, em evidente desvio de seus deveres de lealdade, superestimar o impacto dos eventos e dos possíveis prejuízos à companhia, conseguindo convencer os acionistas (controladores e minoritários) da necessidade de se constituir as reservas para contingências. Dessa forma, a LSA abre margem para que reservas para contingências desnecessárias sejam criadas, permitindo que mais recursos financeiros permaneçam com a companhia e sirvam, portanto, como forma de autofinanciamento indireto⁷², a exemplo do que já ocorria, ainda que sob preceitos distintos, nos casos das chamadas “reservas ocultas”.

Por fim, há que se ressaltar que a constituição da reserva para contingências, por mais justificável que seja, sempre envolve uma análise discricionária de seus fundamentos, tanto por parte dos administradores que a propõem, quanto em relação aos acionistas que a aprovam. Essa análise passa não apenas pela avaliação da necessidade em si da reserva, como também por um juízo de valor em relação à melhor decisão a ser tomada, qual seja: deixar o prejuízo estimado impactar, no futuro, e de uma única vez, os resultados da companhia, ou, ao contrário, diluir o efeito da contingência ao longo de vários exercícios sociais. Essa decisão, que está submetida a uma escolha da maioria dos acionistas (exceto se for estabelecido de maneira diversa em acordos parassociais), tem reflexos diretos no fluxo futuro de dividendos (obrigatórios ou facultativos) a serem distribuídos, o que interessa diretamente ao próprio acionista e também a todos os credores que detenham garantias reais atreladas aos referidos dividendos. Afinal, uma simples alteração no fluxo estimado de recursos de dividendos tem reflexos importantes nas análises financeiras dos investidores.

Em razão das particularidades que caracterizam as reservas para contingências, fica evidente que acionistas e administradores podem influenciar, de forma legítima ou não, o processo apurativo do lucro líquido, marcado por procedimentos que não são absolutamente objetivos e isentos de eventuais abusos de poder ou descumprimento de deveres.

(b.3) Apuração do Dividendo Mínimo Obrigatório Imediatamente Devido.

⁷² Embora as reservas para contingência tenham finalidade específica (fazer frente a prejuízos futuros ou voltarem a ser revertidas como base de distribuição de dividendos), isso não significa que seus recursos não possam ser utilizados para aumentar a capacidade de financiamento e gerenciamento financeiro da companhia, especialmente no que tange a gestão do capital de giro da companhia, cujo montante pode ser recomposto em poucos dias.

Superada a apuração inicial do lucro líquido do exercício, e realizadas as devidas deduções ou reversões das reservas aplicáveis (inclusive da reserva para contingências, acaso existente), chega-se então à base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, em relação ao qual incidirá o percentual, definido em lei ou no estatuto social, para a determinação do montante a ser distribuído, obrigatoriamente, aos acionistas⁷³. Esse montante, contudo, pode vir a não ser efetivamente distribuído aos acionistas, caso o lucro líquido do exercício apurado – que serviu de base para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório – não tenha sido, ainda, efetivamente realizado pela companhia, de forma que o montante total a ser pago aos acionistas possa proporcionar um problema relevante de fluxo de caixa⁷⁴. Por essa razão, os incisos II e III do art. 202 da LSA garantem a possibilidade de que a parcela do dividendo mínimo obrigatório que não corresponda a lucros efetivamente recebidos pelo caixa da companhia seja atribuída à conta de lucros a realizar (art. 197), não precisando ser paga no exato período em que é apurada. O montante alocado a essa conta, contudo, deverá ser atribuído aos acionistas, na próxima distribuição de dividendos, quando da realização dos respectivos lucros pela companhia, exceto se, durante esse período, a companhia tiver apurado prejuízos (hipótese em que tais prejuízos deverão ser inteiramente absorvidos pelas reservas de lucros a realizar)⁷⁵.

Importante observar que, por ter uma causa mais objetiva (a não realização do

⁷³ Conforme destaca Bruno Robert, a LSA, em seu art. 202, I, atribui certa liberdade para que a companhia defina os critérios que, de acordo com a sua realidade econômica, deverão fundamentar a apuração e a distribuição dos dividendos mínimos obrigatórios. Dessa forma, somente nas hipóteses de não regulação específica da disciplina dos dividendos mínimos obrigatórios no estatuto social da companhia é que deverão ser aplicadas, de maneira supletiva, as disposições previstas no inciso I do art. 202 da LSA. Tal liberdade permite não apenas a alteração do percentual a ser distribuído como dividendo mínimo obrigatório (observado, apenas, o disposto no § 2º do mesmo art. 202), como também a própria base de cálculo do lucro líquido a ser utilizado para a incidência do referido percentual (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 97-99). Dessa maneira, seria possível que uma companhia especificasse um critério distinto para a apuração da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, que excluísse, por exemplo, as reservas para contingências, de forma a reduzir, embora sem afastar, os possíveis conflitos e abusos decorrentes do seu uso desmedido. A prática de prever regras supletivas nos estatutos sociais para fins de apuração e distribuição de dividendos mínimos obrigatórios, contudo, não é uma realidade nas companhias brasileiras, que tendem a se sujeitar aos preceitos legais estabelecidos para esta matéria.

⁷⁴ “A lei de sociedades por ações regula a reserva de lucros a realizar (art. 197) como instrumento para evitar que a companhia tenha que recorrer a empréstimos para pagar o dividendo obrigatório.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações...*, Ob. Cit. p. 430).

⁷⁵ A aparente contradição entre o inciso III, do art. 202, e o § 2º, do art. 197, ambos da LSA, que poderia levar à interpretação de que a reserva de lucros a realizar não se destina a absorver prejuízos, não se sustenta. Isso porque o princípio da integralidade do capital social, aliado à regra de que a absorção de prejuízos incide sobre todas as reservas da sociedade (art. 189, parágrafo único), determina que, antes de qualquer outra destinação, todo o lucro, independentemente de ter sido ele apurado no mesmo exercício social ou não, deve ser utilizado para abater os prejuízos acumulados. Nesse sentido, conferir ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 99-103.

lucro), o campo de discricionariedade para disputas societárias entre administradores e acionistas, bem como entre controladores e minoritários, é bastante reduzida. No entanto, ainda assim existe espaço para abusos de poder ou descumprimento de deveres. Afinal, tanto os administradores podem, em razão da posição que ocupam, deliberadamente postergar o recebimento de receitas, a fim de forçar o adiamento de uma parcela dos lucros, como os próprios controladores podem, mesmo diante da não existência de recursos no caixa da companhia, recusar a proposta da criação das reservas, em prejuízo dos interesses societários de longo prazo, apenas para satisfazerem suas necessidades pessoais de receitas (na forma de dividendos) de curto prazo.

Ademais, o § 3º do art. 202 da LSA permite ainda que os acionistas das companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações, ou ainda das companhias fechadas (exceto aquelas controladas pelas companhias abertas que não se enquadrem entre aquelas antes referidas), possam aprovar a distribuição de um dividendo mínimo obrigatório inferior ao previsto ou estabelecer a retenção de todo o lucro líquido do exercício, de forma que não haja o pagamento de qualquer montante a título de dividendo mínimo obrigatório⁷⁶. Essa prerrogativa, contudo, por servir como evidente exceção à regra geral dos dividendos mínimos obrigatórios prevista na LSA, precisa ser devidamente justificada e aprovada por todos os acionistas presentes na assembleia geral, o que afasta, portanto, o ímpeto do controlador em favorecer o autofinanciamento societário⁷⁷. Por outro lado, abre espaço para que o acionista minoritário, valendo-se de seu poder de veto, atue de forma oportunista e impeça a retenção dos lucros ou o pagamento inferior ao dividendo mínimo obrigatório, mesmo diante de situação justificável, em

⁷⁶ Aqui, não se trata de renunciar ao direito essencial de participar nos lucros sociais da sociedade, mas sim de renunciar, no caso concreto, e em um exercício social específico, apenas o direito a receber o dividendo mínimo obrigatório. Nesse sentido, “*por lei, e por lógica, o que não é disponível é o direito do sócio de participação nos lucros sociais. Abrir mão do dividendo mínimo obrigatório não significa renunciar ao direito essencial de participar nos lucros sociais.*” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 107).

⁷⁷ “[A LSA] Apenas permitiu, como exceção, que nas companhias fechadas a assembleia geral decidisse por unanimidade e sem oposição pela não-distribuição parcial ou total do dividendo legal ou estatutariamente fixado. Ao fazê-lo, a assembleia estará subtraindo um direito contratual do acionista. Não pode legitimamente assim deliberar sem que haja motivo relevante oponível ao direito ao dividendo obrigatório, estatutária ou legalmente assegurado. E a causa não pode ser outra que não a da situação financeira desfavorável. Em absoluto pode a assembleia pretextar, v.g., necessidade de reinvestimento ou qualquer outro motivo que leve a companhia a se apropriar do lucro líquido em prejuízo dos acionistas.” (Acréscimo nosso) (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. III, Ob. Cit. p. 956). Embora concorde-se que o motivo relevante seja causa para o afastamento do pagamento do dividendo mínimo obrigatório, discorda-se quanto à sua natureza. A nosso ver, por ser uma decisão unânime, o que já protege, por si só, os minoritários, nenhum problema haveria em se optar pela renúncia do direito ao dividendo mínimo obrigatório devido no respectivo exercício social, a fim de destiná-lo a um investimento novo para a companhia. Não é preciso, portanto, que haja uma situação financeira delicada para o exercício da prerrogativa prevista no § 3º do art. 202 da LSA.

evidente abuso de direitos de minoria⁷⁸.

Finalmente, tem-se nos §§ 4º e 5º do art. 202 da LSA o último estágio da apuração do dividendo mínimo obrigatório. Trata-se da proposta apresentada pela administração indicando que, em razão da situação econômica da companhia, a distribuição do dividendo mínimo obrigatório deixará de ser, para aquele exercício social, compulsória. Nesse caso, o montante relativo a esses dividendos seria alocado a uma reserva especial, sendo sua utilização limitada às hipóteses de absorção dos prejuízos futuros ou de distribuição aos acionistas, quando verificado o encerramento das dificuldades financeiras pelas quais passa a companhia. Conforme bem argumenta Bruno Robert, “*a não obrigatoriedade implica, logicamente, a possibilidade*”⁷⁹, de forma que o preceito legal aqui inerente não deve ser entendido como um poder de veto da administração ao pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Na realidade, a administração deve propor a medida à assembleia geral, cabendo a esta, única e exclusivamente, a opção pela sua adoção ou não⁸⁰. Dessa forma, ainda que declarado como não compulsório pela administração, o dividendo mínimo obrigatório poderá ser pago aos acionistas, caso estes, por maioria simples (e não unanimidade, conforme ocorre no caso do § 3º do art. 202), deixem de aprovar a indicação da administração⁸¹. Essa solução, revela-se, portanto, mais coerente com a lógica da preferência

⁷⁸ Nesse sentido, ver ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

⁷⁹ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 110.

⁸⁰ Em sentido contrário, posiciona-se (i) Modesto Carvalhosa, para quem a decisão da administração seria vinculante aos acionistas da companhia, cabendo a eles, reunidos em assembleia geral, apenas homologar a referida decisão (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. III, Ob. Cit. p. 954) e também (ii) Luiz Carlos Piva (PIVA, Luiz Carlos. *Lucros, Reservas e Dividendos*, ‘in’ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. II, Ob. Cit. p. 1719).

⁸¹ A determinação do quórum por maioria – para as hipóteses de afastamento da determinação imposta pela administração no sentido de que o pagamento do dividendo mínimo obrigatório não seria compulsório em um determinado exercício – decorreria da aplicação da regra geral prevista no art. 129 da LSA. No entanto, é importante ressaltar que, no caso das sociedades por ações descritas no § 3º do art. 202 da LSA, seria bastante factível se conceber, na realidade, o quórum por unanimidade para fins de aprovação da proposta de não pagamento dos dividendos mínimos obrigatórios, com o objetivo de se evitar, assim, abusos por parte de controladores, diretores ou conselheiros. A lógica dessa interpretação decorreria do disposto no próprio § 3º do art. 202 da LSA. Não faria sentido a lei especificar que na sociedade de capital fechado, por exemplo, apenas a unanimidade dos sócios pode afastar o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, em uma clara tentativa de restringir o campo de atuação do controlador, para depois permitir que a administração (talvez até em conluio com o controlador) possa afastar tal direito, se assim julgar necessário, atribuindo a ela um poder que nem mesmo controlador da companhia dispõe. Por essa razão, aqueles que entendem (assim como nós) que o disposto nos §§ 4º e 5º do art. 202 da LSA não sujeita os acionistas a uma imposição da administração, mas apenas a uma deliberação complementar, podem, a nosso ver, em analogia com o disposto no § 3º do mesmo artigo, propor o quórum por unanimidade para os fins de tal deliberação. Independentemente dessa reflexão, para os propósitos deste trabalho assumiremos que a determinação da administração quanto à não obrigatoriedade do pagamento do dividendo mínimo obrigatório é passível de revisão pela assembleia, sendo o seu quórum de aprovação por maioria dos acionistas presentes, ainda que este último aspecto não seja isento

pela vontade do acionista em matéria de distribuição de lucros, conforme adotada pela LSA, embora permita, por óbvio, espaço para disputas entre controladores e minoritários, marcadas pelas políticas do autofinanciamento societário.

Concluída a verificação das hipóteses de não obrigatoriedade de pagamento e também de constituição de reservas, apura-se, então, o montante do lucro líquido do exercício que será destinado ao pagamento dos dividendos mínimos obrigatórios. A parcela remanescente deste lucro destinar-se-á à constituição de outras reservas, assembleares ou estatutárias, bem como à livre deliberação dos acionistas quanto ao seu destino final.

(b.4) *Apuração do Lucro Distribuível*. A parcela remanescente do lucro líquido do exercício está sujeita ainda às reservas estatutárias ou assembleares, que, diferentemente das outras reservas anteriormente referidas, não têm a capacidade de afetar a apuração e o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. Nem por isso deixam de ser importantes, haja vista que afetarão a parcela remanescente do lucro líquido do exercício (que, não raras vezes, costuma representar a maior fonte de pagamento de dividendos) apta a ser distribuída (em caráter não obrigatório) aos acionistas⁸².

As reservas estatutárias referem-se àquelas que foram estabelecidas no estatuto social, de acordo com os critérios específicos previstos no art. 194 da LSA. Tratam-se de reservas que constituirão um verdadeiro patrimônio de afetação da companhia, pois os recursos a elas destinados estarão rigidamente vinculados às finalidades específicas determinadas no estatuto social. Tais finalidades, normalmente, estarão relacionadas com projetos de expansão das atividades sociais, que visem o aprimoramento das condições técnicas da companhia em busca de maiores lucros econômicos. Por essa razão, é comum na doutrina afirmar-se que as reservas estatutárias constituem a forma mais comum de se viabilizar o legítimo autofinanciamento societário⁸³. Entretanto, apesar de ter esse objetivo, é evidente que a utilização das reservas estatutárias também pode ser desvirtuada, servindo

de críticas, ao menos em relação às companhias de capital fechado, conforme se buscou demonstrar acima.

⁸² “A retenção de lucros, através da constituição de reservas, tem vantagens e inconvenientes para a sociedade e para os sócios. Para a sociedade, tem a vantagem de reforçar a sua robustez financeira, acautelar antecipadamente perdas futuras e reduzir a dependência de capitais alheios (...); tem o inconveniente de reduzir os dividendos, criando tensões entre os sócios e fazendo baixar a cotação das ações, tornando mais difícil o financiamento no mercado primário. Para os sócios, a retenção de lucros na sociedade tem vantagens para quem investir a longo prazo, tornando economicamente mais sólida a participação social e mais valiosa a médio e longo prazo (...); tem o inconveniente de reduzir, pelo menos naquele exercício, o dividendo.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 95).

⁸³ Nesse sentido, conferir: (i) ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 144-147; e (ii) GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 246.

para atender interesses específicos dos controladores e administradores, motivo pelo qual a LSA busca impor critérios mínimos para a sua criação e operacionalização, tais como: a definição precisa e detalhada da sua finalidade (inc. I); a especificação dos montantes dos lucros líquidos do exercício que serão a elas destinados (inc. II); o estabelecimento dos seus limites máximos (inc. III); além dos limites gerais fixados nos arts. 191, 198 e 199 da LSA. Dessa forma, embora a LSA não limite os tipos e a quantidade de reservas estatutárias, permitindo, inclusive, a sua inclusão no estatuto social por vontade exclusiva do controlador (já que tal matéria está sujeita ao quórum geral majoritário da LSA), a criação e, principalmente, a utilização de qualquer uma delas precisa ser bastante fundamentada, a fim de se evitar abusos que possam resultar na redução injustificada dos dividendos. Quando criadas, as reservas assembleares estabelecem uma vinculação absoluta de destinação dos lucros líquidos do exercício, que deve ser sempre cumprida pelos administradores e pelas deliberações societárias (embora estas últimas possam, ocasionalmente, afastar a regra relativa à destinação de lucros prevista para as reservas estatutárias e promover a retenção de lucros, nos termos do art. 196 da LSA).

Além das reservas estatutárias, existem também as reservas assembleares, assim referidas por serem reservas não previstas no estatuto, mas que, em razão da gravidade da situação enfrentada pela companhia, podem ser criadas, *ad hoc*, pela assembleia geral ordinária, no momento de aprovação das contas dos administradores, das demonstrações financeiras e da destinação dos lucros do exercício.

As reservas assembleares podem ser típicas, ou seja, expressamente previstas em lei e com finalidades bastante específicas, tal como ocorre no caso das diversas reservas de lucros tratadas ao longo do processo de apuração (i) da base de cálculo do dividendo mínimo obrigatório e (ii) do dividendo mínimo obrigatório imediatamente devido, a saber: de incentivos fiscais (art. 195-A da LSA), para contingências (art. 195 da LSA), de lucros a realizar (art. 197 da LSA) e reservas especiais (art. 202, §§ 4º e 5º, da LSA). Todas essas reservas dependem de uma avaliação dos acionistas, sendo legítimo o seu impacto no processo apurativo dos lucros apenas quando devidamente confirmadas em assembleia geral.

No entanto, as reservas assembleares podem ser também atípicas, sempre que tiverem por fundamento a retenção de lucro líquido do exercício, nos termos do art. 196 da LSA, e por finalidade a viabilização de orçamentos adicionais para a prática das atividades sociais da companhia. A preocupação da LSA foi flexibilizar um pouco o regime apurativo e alocativo de lucros, tornando possível o autofinanciamento societário, mediante a simples

retenção de parte do lucro líquido do exercício. Dessa forma, embora inexista uma reserva estatutária criada para atender as demandas de investimentos extraordinários da companhia, esta pode se valer da constituição de reservas gerais de retenção de lucros, aprovadas de forma *ad hoc* pela assembleia, sempre que for apresentado, pela administração, um orçamento de capital que justifique a sua necessidade⁸⁴. Apesar dos cuidados que a LSA atribui à constituição dessas reservas assembleares atípicas, entre as quais se incluem a elaboração de um orçamento de capital detalhado e a necessidade de revisão periódica de seus fundamentos, fato é que tais reservas também podem ser utilizadas de forma abusiva, por administradores e controladores, que buscam promover uma retenção ilegítima de lucros, em prejuízo dos dividendos dos acionistas minoritários⁸⁵.

Ao término das apurações relativas aos lucros sociais, é esperado que todo o lucro líquido do exercício tenha sido efetivamente destinado, seja pela imposição de regras legais imperativas (ex. reserva legal), pela vontade determinante dos sócios, decidida na assembleia geral ordinária que aprovou as demonstrações financeiras de exercício e as contas dos administradores, ou mesmo pela simples aplicação das disposições estatutárias específicas. Se, ainda assim, existir, contudo, lucro distribuível, este deverá ser integralmente distribuído aos sócios, na forma de dividendos, não sendo mais possível a não alocação específica desses recursos a alguma finalidade societária⁸⁶.

(b.5) *Conclusões*. A LSA apresenta uma sistemática de apuração (externa) de lucros sociais (resumida no Quadro 2.3.3.1 abaixo) influenciada, indiretamente, pelos administradores e, diretamente, pelos acionistas. Apesar dos critérios empregados para sua realização, o processo não é isento a possíveis abusos. Tais abusos resultarão: ora na redução

⁸⁴ “A função da disciplina disposta pelo art. 196 é, de um lado, conferir à companhia uma forma adicional de retenção do lucro social para reinvestimentos, mais flexível e pontual do que as consubstanciadas na formação das reservas estatutária, mantendo-se, de outro lado, o padrão de previsibilidade e transparência exigido em todo o sistema de retenção de lucros, de modo a reduzir os riscos de abusos e utilização ineficiente do lucro social.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 148).

⁸⁵ Conforme argumenta Fátima Gomes, ao tratar das chamadas reservas voluntárias no ordenamento societário português, que nada mais são do que as reservas constituídas pela vontade da assembleia com a finalidade exclusiva de reforçar o crédito e a solidez da companhia (sendo, portanto, essencialmente similares às reservas previstas no art. 196 da LSA): “A constituição de reservas facultativas impede a correcta valorização das acções nos mercados bolsista, o que prejudica duplamente os accionistas minoritários, que não recebem dividendos nem podem alienar as acções por um justo preço. As reservas facultativas são criadas por decisão da coletividade dos sócios, mesmo sem prévia cláusula pactícia, que o permita ou imponha. Com a sua criação, a sociedade autofinancia-se, retirando os montantes correspondentes à reserva da possível distribuição pelos sócios a título de dividendo, o que pode conduzir, em certas circunstâncias, a deliberações inválidas por se entender que consubstanciam uma forma de abuso de direito.” (GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 247).

⁸⁶ Cf. Nota de Rodapé nº 66 deste Capítulo 02, Subcapítulo 2.3.3.

do nível de recursos aptos a serem distribuídos na forma de dividendos aos acionistas, mesmo quando não existem razões econômicas para tanto; e ora na retirada de recursos da companhia, via distribuição de dividendos, ainda que a evolução das atividades sociais pregue a necessidade de sua retenção. Aos acionistas, independentemente da qualificação dos seus *status socii* perante a companhia, serão colocados à disposição medidas de proteção específicas para combater os abusos ou descumprimentos legais⁸⁷, sendo certo, contudo, que, em outras hipóteses, os acionistas precisarão se sujeitar àquilo que for determinado pela maioria, ou vetado pela minoria, conforme o caso, quando não existirem indícios de tais abusos ou infrações.

Quadro 2.3.3.1 – Processo apurativo dos lucros sociais no Direito brasileiro

B.1.) Apuração do Lucro Líquido do Exercício (art. 191 da LSA)
(=) Lucro de Balanço, contabilizado conforme os arts. 175 a 188, da LSA, e registrado no DRE.
(-) Prejuízos Acumulados, se existirem (art. 189 da LSA).
(-) Provisão para o Imposto de Renda (art. 189 da LSA).
(-) Participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias (art. 190 da LSA).
(=) Lucro líquido do exercício.
B.2) da Base de Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório (art. 202, caput, I, da LSA)
(=) Lucro líquido do exercício.
(-) Reserva Legal (art. 193 da LSA).
(-) Reserva de Incentivos Fiscais (art. 195-A da LSA).
(+/-) Reservas para Contingências (art. 195 da LSA).
(=) Base de Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório (art. 202, caput e inciso I, da LSA).
B.3) Apuração do Dividendo Mínimo Obrigatório Imediatamente Devido (art. 202 da LSA)
(=) (Base de Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório) x (Percentual do Dividendo Mínimo Obrigatório, determinado em lei (25% ou 50%) ou no estatuto social da respectiva companhia).
(-) Reserva de Lucros a Realizar (arts. 197 e 202, II e III, da LSA), na proporção determinada em assembleia geral e relativa aos lucros não realizados no exercício.
(+) Reserva de Lucros a Realizar (arts. 197 e 202, II e III, da LSA), na medida em que os lucros dos exercícios sociais anteriores tenham se materializado ao longo do exercício social presente.
(-) Não distribuição do Dividendo Mínimo Obrigatório ou dos Lucros Líquidos do Exercício (art. 202, §3º, da LSA), conforme decidido pela unanimidade dos acionistas presentes na assembleia geral.
(+/-) Reservas Especiais para fazer frente à proposta da administração de não distribuição do Dividendo Mínimo Obrigatório, em razão da situação econômica da companhia (art. 202, §§ 4º e 5º, da LSA).
(=) Dividendo Mínimo Obrigatório Imediatamente Devido
B.4) Apuração do Lucro Distribuível (art. 202, § 6º, da LSA)
(=) (Lucro líquido do exercício) – (Dividendo Mínimo Obrigatório) – (Reservas de Lucros a Realizar) – (Reservas Especiais)
(-) Reservas Estatutárias (art. 194 da LSA).
(-) Reservas Assembleares Atípicas, decorrente da retenção de lucros (art. 196 da LSA).
(=) Lucro Distribuível, integralmente destinado aos acionistas, na forma de dividendos, se nenhuma outra destinação lhe tiver sido atribuída nos termos anteriores (art. 202, § 6º, da LSA).

⁸⁷ Sobre os mecanismos de tutela contra os abusos de direito e descumprimentos legais que reflitam na não distribuição dos lucros líquidos de exercício, conferir: (i) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 335-355; e (ii) ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 160-164.

2.3.3.2. *Processo declaratório-distributivo dos lucros sociais*

Apesar de distintos para fins analíticos e organizacionais, os processos apurativos e declaratórios-distributivos dos lucros sociais estão, na realidade, intrinsicamente relacionados, sendo necessária a conclusão de todos os atos neles previstos para que passe a existir um efetivo direito de crédito do acionista ao dividendo. Vale dizer: um direito de exigir que uma parte da riqueza patrimonial da sociedade (devidamente acrescida pelos lucros contabilizados ao longo dos sucessivos exercícios sociais) seja transferida para a esfera patrimonial (e individual) do acionista, transformando a relação societária estabelecida entre a companhia e o referido acionista – ao menos no que se refere aos lucros de balanço já aprovados e deliberados – em uma relação de natureza obrigacional (de caráter creditório). Trata-se aqui, portanto, de dar o último passo, sob a perspectiva do acionista, em direção ao estágio final de formação dos lucros sociais⁸⁸.

A apuração do lucro líquido do exercício, em sua fase interna, resulta na elaboração das demonstrações financeiras que serão, após as análises do Conselho Fiscal e da empresa de auditoria independente, conforme o caso, submetidas à assembleia geral ordinária para apreciação e deliberação, juntamente com todos os demais documentos da administração que sejam relevantes para essa finalidade.

Entre os demais documentos apresentados aos acionistas, deverá constar, principalmente, a proposta de destinação do lucro líquido do exercício, na qual a administração da companhia apresentará uma alternativa possível para a apuração final dos lucros, seguida da sua respectiva alocação e distribuição entre a companhia – na forma de reservas legais, estatutárias ou assembleares – e os acionistas – na forma de dividendos (obrigatórios e facultativos) ou juros sobre capital próprio. Essa alternativa contemplará, por óbvio, retenções de lucros e constituições de reservas, cujas aprovações dependem, conforme visto, da concordância majoritária ou unânime da assembleia de acionistas, a depender da situação.

Durante a realização da assembleia geral ordinária, os acionistas deverão deliberar sobre todos os assuntos previstos no art. 132 da LSA. Em particular, os acionistas serão demandados a aprovar as demonstrações financeiras e as contas da administração (inciso I),

⁸⁸ Cf. Fábio Konder Comparato, o terceiro e último estágio de formação dos lucros sociais seria coincidente com o momento em que já houve deliberação social no sentido de se distribuírem, entre os sócios e a companhia, os lucros apurados, passando a existir direito de crédito a dividendo deliberado. Cf. Nota de Rodapé nº 44 do Capítulo 02, Subcapítulo 2.3.2.

bem como deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos (inciso II). Conforme aponta Bruno Robert⁸⁹, tratam-se, na realidade, de diferentes “conjuntos” de deliberações, que apesar de relacionados e apreciados na mesma assembleia geral, apresentam características e requisitos específicos.

No primeiro grupo, coloca-se, de um lado, a deliberação das contas da administração, que se refere à análise da situação econômica e gerencial da companhia em seu todo. É, na realidade, o momento no qual os acionistas avaliam se as decisões administrativas foram acertadas, se a companhia de fato está direcionada a uma atividade lucrativa e, mais importante, se a administração agiu de forma diligente, leal e ordenada em busca dos lucros econômicos almejados pelos acionistas (primeiro componente do direito aos lucros). Não havendo a satisfação dos objetivos e princípios julgados adequados, os acionistas terão a possibilidade de rejeitar as contas da administração, determinar a substituição dos atuais administradores por outros (art. 132, III, da LSA), além de promover, dependendo da gravidade da situação, a responsabilização civil e criminal dos referidos administradores em razão dos seus atos de gestão. Por outro lado, existindo a aprovação das contas, ter-se-á por ratificado todos os atos praticados, exonerando-se os administradores e os membros dos órgãos de fiscalização de qualquer responsabilidade, salvo em casos de erros, dolos, fraudes ou simulações, descobertas posteriormente (art. 134, § 3º, da LSA).

Em relação à outra matéria integrante do primeiro grupo de deliberações, qual seja, a apreciação das demonstrações financeiras e demais documentos da administração, observa-se que não existe uma imediata relação com as atitudes gerenciais dos administradores, sendo possível, portanto, que a aprovação das primeiras não signifique, necessariamente, a aprovação também das segundas e vice e versa. A anuência das demonstrações financeiras por parte dos administradores, cuja análise depende da verificação do atendimento das regras contábeis aplicáveis, bem como das recomendações indicadas pelos auditores independentes e pelos Conselho Fiscal, quando for o caso, é um pressuposto necessário para que as informações contábeis nelas refletivas passem a determinar, com efeitos perante a companhia e terceiros, a existência ou não de lucros financeiros aptos a serem qualificados como verdadeiros lucros sociais, a partir dos quais todo o processo alocativo e declaratório-distributivo será iniciado⁹⁰. Adicionalmente, a análise das demonstrações financeiras

⁸⁹ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 130-134.

⁹⁰ “Regido pelos diretores e controlado pelos membros do conselho fiscal, o balanço só cessa de ser um projeto interno na fase culminante de aprovação por parte da assembleia dos acionistas, quando, então, se torna um ato definitivo, imputável à sociedade, com efeito ex nunc em relação a terceiros e aos próprios sócios.”

determinará também a rejeição ou aprovação, com ou sem modificações relevantes (art. 134, §4º, da LSA), dos termos da proposta de alocação dos lucros líquidos do exercício e da distribuição de dividendos, o que proporcionará a direta e imediata ratificação e validação de todas as medidas adotadas pela administração ao longo do processo apurativo dos lucros sociais, tanto em seu aspecto interno quanto externo.

Por outro lado, no segundo conjunto de deliberações, há ainda a análise em relação à partilha dos lucros sociais e, por consequência, à própria distribuição de dividendos, que pode ou não seguir o disposto na proposta apresentada pela companhia. Embora a LSA refira-se a essas matérias como sendo temas distintos, é evidente que há uma direta sobreposição entre elas, conforme se demonstrou ao longo do processo apurativo dos lucros sociais. De tal forma, diante da aprovação das demonstrações financeiras (que inclui o projeto de destinação dos lucros) haverá, indiscutivelmente, também a aprovação das alocações do lucro líquido do exercício, bem como das distribuições dos dividendos (obrigatórios e facultativos)⁹¹. Trata-se, aqui, da escolha, que cabe apenas aos acionistas fazer, entre auferir o seu direito geral (mais amplo) aos lucros sociais na forma (i) de dividendos – mediante extração de riqueza da companhia – ou (ii) de valorização do preço de suas ações – mediante reinvestimento do lucro e aprimoramento das atividades sociais da companhia.

É com a aprovação e declaração, em assembleia geral, da partilha dos lucros sociais e da distribuição de dividendos, que (i) se conclui o processo alocativo dos lucros líquidos do exercício, cujos fundamentos, substancialmente determinados ao longo do processo de apuração, são validados na declaração manifestada pelos acionistas, em assembleia geral⁹², e (ii) nasce para os acionistas verdadeiro direito de crédito ao dividendo (obrigatório ou

(LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 61). Nesse mesmo sentido, conferir: (i) ROSSI, Guido. *Utile di Bilancio...*, Ob. Cit.; e (ii) LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. pp. 1500 e ss.

⁹¹ “Por derradeiro, cabe advertir que, aprovando o balanço, a assembleia declara o ativo e o passivo sociais, sanciona a gestão dos diretores e delibera acerca da distribuição e atribuição dos lucros de exercício. Trata-se, por certo, de deliberações logicamente distintas, mas que formam um único ato, tendo entre si uma íntima ligação, de tal sorte que uma deliberação não pode existir sem a outra, ou produzir efeito sem a outra, a ponto da nulidade de uma deliberação advir a nulidade da outra, ou o vício ou defeito de uma ter, sobre a outra, certa influência, constituindo, destarte, todas elas, uma unidade jurídica inseparável. A deliberação ordinária, que aprova o balanço e a conta de lucros e perdas, simultaneamente decide a respeito da destinação dos lucros de exercício e aprova a obra coletiva dos diretores”. (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 70).

⁹² A competência para declarar os dividendos é, primordialmente, dos acionistas, no contexto da assembleia geral ordinária. A LSA garante, contudo, a possibilidade de delegação dessa prerrogativa ao Conselho de Administração, no caso dos dividendos intermediários, nos termos do art. 204 da LSA.

facultativo)⁹³, fechando-se, assim, o ciclo societário e iniciando-se, ato contínuo, a relação

⁹³ Bruno Robert argumenta que a declaração do direito ao dividendo mínimo obrigatório pela assembleia geral ou pelo órgão de administração competente tem por resultado determinar o montante desse direito e a forma de sua satisfação, mas não seria uma condição necessária para a sua existência (enquanto crédito do acionista). Por decorrer de norma legal ou estatutária, a sua existência dependeria apenas da verificação das condições impostas pela lei ou pelo estatuto social, bem como da apuração de lucro nas demonstrações financeiras. Embora reconheça que o dividendo mínimo obrigatório é um direito condicionado (conforme se demonstrou ao longo do seu processo apurativo), e que tais condições sejam verificadas, necessariamente, na deliberação assemblear, tal deliberação, ainda assim, seria apenas um “*procedimento de determinação*”, um “*meio de materialização do direito e não de sua constituição, não podendo ser tida, ou estipulada, como condição para a existência do referido direito.*”. Adicionalmente, sustenta que o reconhecimento do direito ao dividendo mínimo obrigatório, independentemente da declaração assemblear, revela-se importante porque: “*os administradores ou a maioria podem simplesmente não emitir essa certificação [declaração assemblear]. Em conduta flagrantemente irregular, os administradores podem não elaborar as demonstrações financeiras, ou a assembleia geral ordinária pode não ser convocada ou a maioria dos acionistas pode simplesmente não votar a aprovação das demonstrações financeiras. Ou, ainda que seja convocada a assembleia geral ordinária e aprovadas as contas e as demonstrações financeiras, assim mesmo a maioria dos acionistas pode deixar de votar a destinação dos lucros ou, especificamente, a distribuição dos dividendos. Não deixará de existir, por essas razões, o direito do acionista ao dividendo mínimo obrigatório. As evidentes irregularidades contidas em qualquer uma daquelas hipóteses podem ser combatidas com fundamento em diversos direitos garantidos aos acionistas, entre eles o direito ao dividendo determinado em lei ou no estatuto social.*” (Acréscimo nosso) (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 135-137). Na mesma linha de Bruno Robert, conferir ainda CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. III, Ob. Cit. p. 956. A discussão em torno da existência do direito ao dividendo mínimo obrigatório não é nova, tendo sido objeto de grandes reflexões na doutrina estrangeira (nesse sentido: (i) CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista Face aos Lucros de Balanço. O Direito do Accionista ao Dividendo no Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Coimbra Editora, 1996; (ii) DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Variações sobre...*, Ob. Cit. pp. 303-306; e (iii) GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. pp. 309-320). A posição adota por Bruno Robert, no Direito brasileiro, apesar de embasada em fundamentos importantes, não nos parece a mais correta, por duas razões principais. (a) Primeiro: Há que se destacar que o direito ao dividendo (seja ele obrigatório ou facultativo), apresenta diferentes perfis (cf. será discutido no Capítulo III), sendo o direito ao crédito de dividendo apenas um deles. Enquanto crédito, não há como deixar de se reconhecer que ele somente existirá para o acionista no momento em que ocorrer a deliberação assemblear. Afinal, é na respectiva assembleia que o lucro social apurado é reconhecido, que os procedimentos de apuração adotados são validados e que, principalmente, são aprovadas ou não as hipóteses que podem determinar, inclusive, o não pagamento do dividendo mínimo obrigatório (como, por exemplo, no caso no § 3º do art. 202 da LSA). O direito ao dividendo mínimo obrigatório, conforme aponta Bruno Robert, é condicionado (à existência de lucro, ao reconhecimento da legitimidade dos balanços, às condições previstas no estatuto social e, até, à existência ou não de situações que, por vontade dos sócios, afastem a sua distribuição e pagamento, em um determinado exercício social), sendo certo que será apenas diante da realização da assembleia, bem como da respectiva declaração quanto ao destino dos lucros sociais, que será possível determinar a sua existência enquanto um crédito em benefício do acionista. Por essa razão, acertada nos parece a posição de Fábio Konder Comparato, ao expor que: “*Dir-se-á que o dividendo obrigatório é imposição legal que se sobrepõe à deliberação da assembleia, não competindo a esta o arbítrio de declará-lo ou não. Sem dúvida – mas essa afirmação há de ser entendida em termos. É que o dividendo resulta do lucro líquido e a composição deste último implica, sempre, uma certa latitude deliberativa da assembléia geral. (...) É por essa razão que a melhor doutrina considera a deliberação da assembléia geral de uma companhia sobre as demonstrações financeiras como um negócio jurídico de certificação (“*ascertainment*”), com eficácia dispositiva e não meramente declaratória. Sem dúvida, a distribuição do dividendo é compulsória, uma vez apurado o lucro líquido do exercício. Mas a apuração do lucro líquido e o seu ajuste implicam, legalmente, uma declaração de vontade dos acionistas, reunidos em assembléia geral, com apreciável latitude de liberdade.*” (Destaque nosso) (COMPARATO, Fábio Konder. *Resultado Obtido na Alienação de Imóvel...*, Ob. Cit. pp. 137-138). Nesse mesmo sentido, conferir ainda: (i) FERRI, Giuseppe. *Le Società...*, Ob. Cit. p. 567; (ii) ROSSI, Guido. *Utile di Bilancio...*, Ob. Cit. pp. 116 e ss.; (iii) GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. pp. 309-320). (b) Segundo: É importante destacar que se existem abusos dos administradores ou dos controladores que impeçam a apuração dos lucros sociais, bem como resultem na não convocação da assembleia geral ou na falta de votação de alguma matéria de importância para a declaração e a constituição do dividendo mínimo obrigatório, o acionista, utilizando-se, inclusive, de outros direitos societários que a sua condição jurídica (*status socii*) lhe atribui, poderá exigir, até mesmo judicialmente, que

obrigacional creditória entre companhia e acionista, regida nos termos do art. 205 da LSA. É o momento, portanto, que o lucro da sociedade deixa de ser um ativo, para se transformar em passivo exigível de curto prazo.

2.3.4. Visão integrada do direito aos lucros sociais

De todo o exposto, é preciso concluir que o direito aos lucros sociais não contempla, propriamente, um direito a crédito em face do patrimônio da companhia (ainda que possa ter também esse mesmo significado)⁹⁴. Trata-se de um direito subjetivo inerente ao *status socii*, que fundamenta o fim do contrato de sociedade e garante ao seu titular as condições necessárias para exigir – se a situação financeira da companhia assim permitir – a busca pela maior eficiência econômica possível e, também, por uma distribuição equitativa e economicamente funcional dos lucros sociais – observado procedimentos apurativos e distributivos específicos – entre a companhia e os acionistas, em um primeiro estágio, e apenas entre estes, em um segundo. A participação do sócio no processo apurativo e declaratório-distributivo dos lucros sociais será importante para determinar a forma a partir da qual os acionistas irão se beneficiar dos lucros sociais. Vale dizer: se terão direito (i) a dividendo (enquanto crédito) ou (ii) a um benefício indireto nos lucros sociais, baseado na maior valorização possível no preço de mercado de suas ações.

Por todas essas razões, o art. 109, I, da LSA qualifica o direito aos lucros sociais

tais atos sejam realizados, de forma a permitir a declaração e a constituição do direito de crédito de dividendo (mínimo obrigatório). Não é preciso argumentar pela existência de um direito ao dividendo mínimo obrigatório independente da manifestação assemblear para que, como consequência, o sócio possa acionar os demais direitos societários (instrumentais de participação) e exigir que a declaração distributiva dos lucros sociais ocorra. Até porque, como visto, tal prerrogativa decorre do seu direito essencial aos lucros sociais (art. 109, I, da LSA), que, por sua vez, fundamenta-se na própria existência do contrato de sociedade e tem como um de seus elementos constitutivos o direito de participar dos processos apurativos e declaratórios-distributivos dos lucros sociais (o que pressupõe, também, o direito de exigir que seus procedimentos sejam realizados). Por fim, cabe antecipar, desde já, que embora a declaração assemblear seja requisito para a constituição e a existência do direito de crédito ao dividendo mínimo obrigatório, tal constatação não significa que o direito ao dividendo mínimo obrigatório não exista, também, sem a ocorrência de qualquer apuração do lucro ou de deliberação assemblear que o declare. Ele existe sim, desde o início da atribuição do *status socii* ao acionista, mas apenas em seu perfil de direito societário-patrimonial. Isso, contudo, já será tema do Capítulo III deste trabalho.

⁹⁴ Conforme será visto oportunamente, preferimos nos referir ao “direito do acionista a um crédito contra o patrimônio da companhia” simplesmente como “direito de crédito de dividendos”. No entanto, em razão dos vários possíveis significados que a palavra lucro pode assumir no contexto do Direito brasileiro (cf. Subcapítulo 2.2), sendo um deles, inclusive, o de “dividendos” (lucro dividido), não é incomum que a expressão “direito aos lucros sociais” seja empregada no mesmo sentido. Quando esta última expressão for empregada neste trabalho com tal significado, será tomado o cuidado de esclarecê-lo.

como um direito essencial do acionista, irrenunciável e inderrogável⁹⁵.

Os componentes do direito aos lucros sociais, conforme aqui definidos, são resumidos em conformidade com o Quadro 2.3.4 abaixo:

Quadro 2.3.4 – Componentes do Direito aos Lucros Sociais

Direito aos Lucros Sociais			
Elemento Constitutivo	Direitos Inerentes	Estágio Formativo do Lucro como Condição de Exercício	Conflitos de Interesses
1º Componente	Exigir a realização do fim lucrativo, visando a distribuição dos resultados na companhia (internamente) e entre a companhia e os acionistas.	<u>1º Primeiro:</u> A existência efetiva de lucros não é necessária.	<u>Sim</u> Quanto à melhor forma de se atingir o fim (lucrativo) social.
2º Componente	Participar dos lucros e das perdas, em igualdade de condições com os demais acionistas.	<u>1º Primeiro:</u> A existência efetiva de lucros não é necessária.	<u>Sim</u> Quanto aos critérios de partilha dos lucros entre os sócios.
3º Componente	Participar dos processos apurativos e declaratórios-distributivos dos lucros sociais, influenciando a escolha das suas alocações e, conseqüentemente, determinando a forma como os sócios irão se beneficiar dos lucros sociais: dividendos (direito ao dividendo) vs. valorização das ações (direito aos lucros em sentido mais estrito).	<u>2º Primeiro:</u> Requer a existência de lucros no patrimônio social, apurados pelas demonstrações financeiras.	<u>Sim</u> Quanto ao destino dos lucros sociais (políticas de autofinanciamento).

⁹⁵ Conforme bem argumenta Luiz Gastão Paes de Barros Leães (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 305): “Concebemos o direito do acionista ao lucro social como um direito subjetivo inerente à qualidade de sócio, e do qual não pode ser despojado pela sociedade, por desprovida de legitimação para tanto.” Ainda de acordo com este autor, a razão para se conceber o direito aos lucros sociais como um direito essencial, irrenunciável e inderrogável, decorre dos seguintes fatores: (i) a sociedade ter fim lucrativo; e (ii) o fato de os acionistas serem titulares de direitos que lhes permitem “*influir na vida do ente social*”, o que inclui, por óbvio, a forma por meio da qual irão se beneficiar dos lucros sociais.

CAPÍTULO III: O DIREITO DO ACIONISTA AOS DIVIDENDOS

O direito do acionista aos dividendos não pode ser analisado sob uma única perspectiva, de forma a assumir que as aptidões jurídicas atribuídas ao seu titular sejam sempre as mesmas, independentemente do contexto em que estão inseridas ou, ainda, do processo de formação do lucro social.

Alberto Asquini teve êxito ao analisar os possíveis significados (os quais preferiu denominar de ‘*perfis*’) da ‘*empresa*’, demonstrando que, a depender das circunstâncias e características específicas que se pretendesse regular, o referido termo teria, conforme empregado nos textos legais, diferentes concepções e, portanto, diferentes efeitos jurídicos¹. Em certa medida, esse fenômeno também ocorre com o termo ‘*lucro*’ (cf. Subcapítulo 2.2), sendo certo que este pode representar, entre outros possíveis sentidos, ora o lucro da sociedade, a ser devidamente apurado e distribuído entre a companhia e os respectivos acionistas após a realização da assembleia geral, e ora o dividendo, ou seja, a parte do lucro social que os sócios decidiram extrair do patrimônio da companhia e transferir para si próprios. Não por outro motivo, os termos ‘*direito aos lucros sociais*’ e ‘*direito aos dividendos*’ possam ser comumente utilizados como sinônimos, embora essa não seja a orientação mais adequada².

¹ A empresa é “o conceito de um fenômeno jurídico poliédrico, o qual tem sob o aspecto jurídico não um, mas diversos perfis em relação aos diversos elementos que ali concorrem”. (ASQUINI, Alberto. *Perfis da Empresa...*, Ob. Cit. p. 110). Nesse sentido, Alberto Asquini propôs a análise da “empresa”, para fins do Direito positivo, sob quatro diferentes perfis, a saber: (i) subjutivo, para se referir ao indivíduo ou à sociedade que realiza a atividade empresária; (ii) objetivo ou patrimonial, correspondente ao conjunto de bens e/ou direitos (*universitas iurum*) que compõe o patrimônio especial (*aziendal*) – e, conseqüentemente, o estabelecimento – a partir do qual o empresário realiza a sua atividade; (iii) funcional, em uma referência à atividade empresarial em si mesma, realizada pelo indivíduo (empresário) mediante a organização estruturada dos fatores de produção (ou seja, do estabelecimento comercial); e (iv) institucional, utilizado para se referir à empresa não enquanto um projeto capitalista e individual do empresário, mas sim como uma organização capaz de reunir os interesses coletivos de empresários, trabalhadores, parceiros e demais colaboradores, em prol de um objetivo econômico comum. A partir da identificação dos diferentes elementos que compõem o fenômeno poliédrico da “empresa” para o ordenamento jurídico, fica fácil perceber seus diferentes resultados no contexto das transações jurídicas cotidianas. Assim, quando duas partes celebram um contrato de ‘*cessão de empresa*’, podem fazer referência a negócios jurídicos completamente distintos entre si: (a) sob o primeiro perfil (subjutivo), realizam a cessão das ações ou quotas da sociedade que empreende a atividade econômica, transferindo também, como consequência, o patrimônio utilizado para o desenvolvimento de tal atividade; (b) sob o segundo perfil (objetivo), formalizam o chamado “*trespasse de estabelecimento comercial*”, em razão do qual todos os atos jurídicos necessários para transferir a titularidade dos bens e/ou direitos específicos da empresa (p. ex. registros em cartório de imóveis, notificação de credores, etc.) são realizados; e (c) sob o terceiro perfil (funcional), fazem a cessão do conhecimento técnico, o ‘*know-how*’, ou de outra propriedade intelectual equivalente, que permite ao cessionário ter a capacidade de empreender a atividade econômica desejada, sem precisar, necessariamente, se tornar titular nem das ações relativas à sociedade que anteriormente a realizava, nem de elementos específicos integrados ao patrimônio da referida sociedade.

² Cf. COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. pp. 151-152.

Neste momento, portanto, é chegada a hora de separar os objetos, passando a utilizar a expressão ‘*direito aos dividendos*’ para se referir exclusivamente às parcelas dos lucros sociais que poderão ser pagas aos acionistas (na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio³), se e quando as condições jurídicas para tanto forem verificadas. A expressão ‘*direito aos lucros sociais*’ será reservada, consequentemente, para se referir, mais restritivamente, aos seus três elementos constitutivos específicos (cf. Subcapítulos 2.3.1, 2.3.2 e 2.3.3), bem como a qualquer outra maneira por meio da qual o sócio possa se beneficiar dos lucros sociais (que não por meio da dissolução do patrimônio social ou do pagamento de bens ou créditos ao acionista), tal como ocorre, por exemplo, de forma mais destacada, diante da valorização do preço das ações, seguida da sua venda (com o ágio representativo dessa valorização) em mercado.

Ainda assim, a diferenciação de objetos não é suficiente, por si só, para capturar toda a complexidade que a matéria envolve, pois, conforme visto, a depender do estágio em que os processos apurativos e deliberativos-distributivos dos lucros sociais se encontrem (cf. Subcapítulo 2.3.3), ainda não é possível afirmar que exista ao acionista um efetivo direito de crédito de dividendo. Na realidade, o direito ao dividendo assume diferentes naturezas – e, portanto, diferentes significados e efeitos jurídicos –, que variam de forma significativa ao longo do período em que o acionista mantém o seu vínculo com a sociedade, razão pela qual pode ser compreendido a partir de qualquer uma das seguintes perspectivas:

- 1) Direito societário-patrimonial;
- 2) Direito expectativo; ou, ainda,
- 3) Direito de crédito propriamente dito.

Dessa forma, resta evidente que o próprio direito do acionista aos dividendos assume diferentes ‘*perfis*’ a depender do contexto jurídico em que é considerado, sendo certo que a plena compreensão acerca de cada um deles terá impactos significativos e distintos nos negócios jurídicos dispositivos que o tiverem como objeto. Por essa razão, imprescindível que esse direito seja analisado em detalhes sob todos os seus possíveis perfis,

³ Conforme anteriormente informado, para os fins deste trabalho, os juros sobre capital próprio serão tratados da mesma forma que os dividendos, visto que o regime jurídico diferenciado daqueles em relação a estes justifica-se apenas para fins tributários. Nesse sentido, conferir: IUDÍCIBUS; MARTINS e GELBCKE. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). *Manual de Contabilidade...*, Ob. Cit. pp. 372-378.

a fim de concluir que: (a) ele pode ser objeto de cessão, independentemente da existência ou não de lucros financeiros aptos a serem contabilizados como lucros sociais, desde que sejam observadas as características específicas de cada um dos perfis sob o qual ele pode se manifestar no ordenamento jurídico; e (b) a cessão de tal direito não representa uma “cisão” da ação (dos direitos de sócio inerentes à participação social), podendo ser plenamente realizada sem qualquer infração ao disposto no art. 28 da LSA.

Essas conclusões serão determinantes para a discussão em relação às condições de eficácia do contrato de cessão fiduciária do direito dos acionistas aos dividendos e a existência do direito real (de garantia) dele decorrente.

3.1. Primeiro Perfil: Direito Societário-Patrimonial

O primeiro perfil jurídico que o direito do acionista aos dividendos pode revelar é o societário-patrimonial, caracterizado pela aptidão inerente ao *status socii* – e, portanto, atribuída a cada um dos acionistas, independentemente da qualificação de sua participação na companhia (se controladora ou minoritária) – de poder determinar que uma parte dos lucros sociais seja necessariamente revertida em benefício dos acionistas, de acordo com os critérios equitativos de distribuição previstos pelas regras estatutárias e legais aplicáveis (revela-se, aqui, a importância do segundo componente do direito aos lucros sociais, cf. Subcapítulo 2.3.2), sempre que atingidas determinadas condições jurídicas e econômicas. Trata-se, em outras palavras, do direito que legitima a retirada de riqueza do patrimônio social e a sua respectiva atribuição ao patrimônio do acionista, sendo seu exercício realizado, necessariamente, durante os processos apurativos e deliberativos-distributivos dos lucros sociais (ou seja, mediante o exercício do terceiro componente do direito aos lucros sociais, cf. Subcapítulo 2.3.3)⁴.

O fundamento para o direito ao dividendo, em sua perspectiva societária-patrimonial, decorre da própria definição do contrato de sociedade, conforme apresentada

⁴ Em sentido similar, argumenta Giuseppe Ferri, quando afirma que: “*Il diritto agli utili esprime la posizione del sócio, sorgente sulla base del contratto, alla destinazione a proprio vantaggio degli utili conseguiti con l’attività sociale (...). Il diritto al dividendo è invece un diritto patrimoniale del sócio che si acquista con la devoluzione degli utili secondo le direttive fissate dal contratto, attuata con la deliberazione di distribuzione*” <o direito ao lucro expressa a posição [jurídica] do sócio, fundada no contrato [de sociedade], em relação à alocação do lucro auferido com a realização da atividade social. (...) O direito ao dividendo é, a seu turno, um direito patrimonial do sócio que se concretiza mediante a devolução [ou destinação] do lucro social apurado [ao acionista], de acordo com as orientações estabelecidas no contrato [de sociedade], conjugadas com a deliberação acerca da distribuição [do lucro].> (Tradução livre e acréscimos nossos) (FERRI, Giuseppe. *Le Società...*, Ob. Cit. pp. 571-572).

no art. 981 do CCBra, na qual se estabelece que a sociedade deve ser entendida como a reunião de pessoas que contribuem com bens e direitos para a formação do patrimônio social, visando a realização de uma certa atividade econômica e a *partilha, entre si, dos resultados*. Esta última parte determina que os lucros sociais ‘não devem’ (o que não significa o mesmo que ‘não possam’, se assim for a opção dos acionistas) permanecer sempre e exclusivamente com a própria companhia – ainda que, dessa forma, os acionistas estejam também auferindo rendimentos e participando, indiretamente, dos seus benefícios –, mas, ao contrário, que eles possam, no momento oportuno, ser segregados (no todo ou em parte) do patrimônio social e efetivamente pagos aos acionistas, na forma e nos tempos por estes determinados.

Conforme já se teve a oportunidade de destacar, nem todo o lucro social precisa ser convertido em dividendo. É possível e bastante legítimo que os sócios desejem reverter a integralidade dos lucros sociais para a própria companhia, a fim de que (i) esta, mediante a realização de novos investimentos, possa proporcionar lucros sociais ainda maiores no futuro, sendo estes, então, repartidos, posteriormente, na forma de dividendos, ou (ii) os próprios sócios possam se beneficiar com a valorização do preço de suas ações, tendo por fundamento a perspectiva presente dos potenciais maiores ganhos futuros⁵. No entanto, no momento em que desejarem optar pelo dividendo, poderão fazê-lo, sem qualquer objeção que possa ser levantada pela administração⁶ ou por eventuais terceiros⁷.

Dessa forma, os acionistas, com base em seu direito aos lucros sociais, podem participar do seu processo apurativo e declaratório-distributivo, passando a influir na escolha

⁵ “E, de fato, a participação do acionista no lucro da sociedade não se realiza, apenas, sob a forma de percepção de dividendo, mas de outras maneiras, segundo a sistemática legal de destinação dos lucros. O direito genérico do acionista consiste em não ser privado do benefício econômico gerado pela apuração de lucros no patrimônio social. Tal benefício econômico, no patrimônio individual dos acionistas, traduz-se, também, pelo aumento do valor patrimonial das ações de que são titulares, ainda que não aumentado o capital social com a conseqüente distribuição gratuita de ações, que a prática anglo-saxônica denomina, sugestivamente, stock dividends.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. p. 152).

⁶ Volta-se a destacar aqui o que anteriormente afirmamos em relação aos §§ 4º e 5º do art. 202 da LSA. Mesmo quando a administração considera que a situação financeira da companhia é bastante séria, a ponto de declarar o caráter não mandatório do pagamento dos dividendos mínimos obrigatórios apurados no exercício social, os acionistas, reunidos em assembleia geral, poderão determinar o contrário e estabelecer o pagamento do montante apurado a tal título. Isso reforça o fundamento de que o direito do acionista ao dividendo, enquanto aptidão para determinar a distribuição da riqueza social entre os sócios (primeiro perfil), não pode ser afastado ou limitado, sob qualquer forma ou pretexto, pela administração da companhia.

⁷ Exceto os credores, caso consigam demonstrar que a retirada de riquezas do patrimônio social, na forma de pagamento de dividendos, está ocorrendo em evidente prejuízo ao capital social da companhia. “Como se percebe, especificamente em relação aos lucros sociais apurados, o direito de terceiros credores tem um conteúdo negativo: o de se oporem à distribuição que não esteja conforme às normas legais decorrentes do princípio da integridade do capital.” (COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. p. 152).

da sua alocação, inclusive em relação à sua destinação interna (referente à parcela do lucro que permanece com a companhia⁸). Mas é com base no direito ao dividendo, em seu sentido societário-patrimonial, que eles podem, ao longo do referido processo, efetivamente exigir a transferência de riqueza da companhia para o seu patrimônio pessoal. Por essa razão, a inegável correlação que existe entre o ‘direito aos lucros sociais’ e o ‘direito aos dividendos’ encontra, neste primeiro perfil, o seu elemento integrativo mais forte, a ponto de se ter a tentação de afirmar que se tratam do mesmo direito. Mas por todo o exposto até o presente momento, é preciso concluir o oposto, o que não significa (importante ressaltar) deixar de reconhecer a ambos a mesma qualificação jurídica.

Sendo assim, temos que: o direito ao dividendo (em seu perfil societário-patrimonial) permite ao seu titular exigir para si (e para os demais sócios) parte dos lucros sociais apurados⁹. Esse direito, no entanto, apenas pode ser exercido (i) no âmbito dos processos apurativos e declaratórios-distributivos dos lucros sociais (ou seja, quando já existe lucro financeiro apto a ser convertido em lucro contábil de exercício), (ii) se pautado por regras equitativas de distribuição (evitando o pacto leonino) e (iii) caso a companhia tenha sido orientada para a realização de uma atividade lucrativa, ainda que tal orientação não tenha sido a mais eficiente (do ponto de vista econômico). Essas três condições são determinadas pelo direito aos lucros sociais, e não, propriamente, pelo direito aos dividendos. Ademais, uma vez exercido o direito aos dividendos e determinada a parte dos lucros sociais que deve ser alocada aos acionistas, existe ainda uma segunda alocação, relativa especificamente às possíveis destinações dos lucros dentro da própria companhia, a fim de que, por meio das escolhas financeiras mais adequadas, a companhia possa empreender novos projetos e ampliar a perspectiva de ganhos futuros, fazendo com que, por consequência, o valor de mercado de suas ações aumentem. Esse benefício econômico obtido com o aumento do valor intrínseco das ações é outra forma de viabilizar a participação

⁸ Conforme visto no Subcapítulo 2.3.3, mesmo a parcela do lucro que os acionistas decidem reinvestir na companhia pode ter diferentes destinos (p. ex. reservas para investimentos, prevenção de contingências, etc.), sendo certo que tal escolha, embora sugerida e aconselhada pela administração, é determinada, sempre, pelos acionistas, mediante aprovação unânime ou por maioria, conforme o caso.

⁹ Em sentido similar, ainda que com uma abordagem distinta, ver também: (i) BULGARELLI, Waldirio. Comentários à Lei..., Ob. Cit. p 52; (ii) ESTRELA, Hernani. *Direito do Acionista ao Dividendo*, ‘in’ *Direito Comercial – Estudos*. Rio de Janeiro: José Karfino Editora, 1969; e (iii) ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 47. Em especial, este último argumenta que: “o direito ao dividendo é especial em relação ao direito ao lucro e sua função é a de investir os acionistas do poder de obrigar a sociedade (e os administradores) a periodicamente apurar o lucro social, declará-lo e pagar uma parte dele aos acionistas, se esta fora a regra que está submetida. (...) O direito à participação nos lucros sociais e o direito ao dividendo não são, portanto, o mesmo direito. O fato de que o segundo decorre do primeiro não implica integral identidade entre ambos.” (Destaque nosso)

dos acionistas nos lucros sociais, sem qualquer relação com o direito, mais restrito, aos dividendos.

Agora revela-se mais clara, inclusive, a razão de nos referirmos ao direito aos dividendos, sob o seu primeiro perfil, como um direito societário-patrimonial. É societário porque é inerente ao *status socii* e dele indissociável, já que se refere à própria aptidão (política) do acionista em escolher, periodicamente, dentre as opções possíveis, uma das formas de se participar dos lucros sociais, sendo a capacidade para se realizar essa escolha inderrogável e irrenunciável, em decorrência do próprio conceito jurídico do contrato de sociedade. É também patrimonial porque, ao ser exercido, proporciona ao acionista um imediato acréscimo de valor em seu patrimônio pessoal, com o correspondente decréscimo no patrimônio da companhia.

Nesse mesmo sentido, irrepreensível é a posição de Fábio Konder Comparato, ao prever que: *“o acionista tem não apenas um direito ao dividendo, mas também um direito aos lucros sociais, de modo geral. Quando a lei (art. 109, I) caracteriza o direito de “participar dos lucros sociais” como “essencial”, do qual não pode ele ser privado nem pelo estatuto nem pela assembléia geral, está englobando, na mesma expressão, ambos os direitos cuja distinção se acaba de traçar. Vale dizer que o texto legal consagrou, elipticamente, um direito do acionista de participar dos lucros sociais, segundo as diferentes formas [dividendo ou valorização das ações] que essa participação assume, na lei”*¹⁰ (Acréscimo e destaque nossos). O direito ao dividendo, em seu primeiro perfil, é inderrogável e irrenunciável, assim como o direito aos lucros sociais, pois a sua revogação ou renúncia não seria o mesmo que abrir mão de créditos de dividendos, em um certo e determinado período (conforme será visto no caso dos outros dois perfis), mas sim deixar de reconhecer ao acionista a própria aptidão de escolher – e impor esta escolha à sociedade – que parte dos lucros sociais seja destinada na forma de dividendos ou juros sobre capital próprio. Por isso se dizer que o art. 109, I, da LSA contempla os dois direitos e lhes atribuí, portanto, os mesmos efeitos jurídicos.

Em razão de seu caráter societário-patrimonial e, por consequência, de direito essencial do acionista, o direito ao dividendo – enquanto aptidão inerente ao *status socii* capaz de fazer com que a escolha em relação à destinação dos lucros possa resultar, ao menos em parte, na forma de pagamento de dividendos – não pode ser afastado, sendo

¹⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. p. 152.

absolutamente nula qualquer cláusula estatutária nesse sentido¹¹. A única hipótese na qual

¹¹ “E aqui chegamos ao direito do acionista ao dividendo, que, de acordo com a classificação de DONATI, endossada por ASCARELLI, é um direito inderrogável e irrenunciável. A deliberação da assembleia, que violar esse direito, será, portanto, ineficaz, pois a violação de norma imperativa de lei conduz à nulidade. Exemplifiquemos. Suponhamos um eventual pacto no ato de constituição da sociedade anônima, ou uma eventual deliberação no curso da vida da sociedade, que estabeleça a não distribuição dos lucros periódicos ou que convencie a destinação dos lucros obtidos a obras de caridade. Essa deliberação será nula não só por contrariar a norma imperativa que consagra o direito ao dividendo, como também por desnaturar um dos caracteres próprios da comunhão de interesses criada com a constituição da sociedade mercantil em exame.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 347-348). Em sentido contrário, manifestou-se Bruno Robert (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 51-52), para quem – em razão da necessária distinção entre direito ao dividendo e direito aos lucros sociais (distinção essa com a qual concordamos) – “não será ilícita nem a deliberação que para um determinado exercício social decida pela não distribuição de dividendos (...) e nem a disposição estatutária, criada a partir de deliberação regular, que determine, expressa e justificadamente, que a companhia não distribuirá dividendos, apontando formas diversas de assegurar aos acionistas o direito essencial de participação nos lucros sociais. Tal disposição estatutária não encontra, de fato, nenhuma barreira legal, desde que se garanta, por meios alternativos, a participação dos sócios nos lucros sociais, em cumprimento às disposições do art. 109, I da Lei das Sociedades por Ações, e do art. 1008 do Código Civil, e desde que não haja abuso ou outra irregularidade na conduta dos administradores ou acionistas interessados. A lei não determina a forma pela qual os sócios devem participar dos lucros sociais e, nem mesmo, determina que essa participação seja periódica.” (Destaque nosso) (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 51-52). Para fundamentar sua posição, o autor argumenta que apenas aqueles que defendem a necessária coincidência entre ‘direito aos lucros sociais’ e ‘direito ao dividendo’, tal como faz Luiz Gastão Paes de Barros Leães, julgariam não ser admissível uma previsão estatutária que afastasse qualquer forma de distribuição de dividendos aos acionistas (mesmo que a eles se garantisse, em contrapartida, outras formas de participação nos lucros sociais), pois uma cláusula com esse teor representaria, essencialmente, uma derrogação do direito aos lucros sociais (e também dos dividendos), situação essa não permitida em nosso Direito. Para os que sustentam a diferenciação dos respectivos direitos, portanto, teria que ser admitida uma cláusula estatutária que afastasse, *a priori*, a participação dos sócios nos lucros sociais mediante a distribuição de dividendos. Sustenta, ainda, que alguns exemplos fornecidos ao longo da LSA dariam suporte a sua posição, a saber: (i) o art. 202 da LSA não imporia um limite mínimo para a determinação do dividendo mínimo obrigatório (ao menos para as novas companhias a serem formadas), o que legitimaria a eventual não distribuição de qualquer dividendo mínimo obrigatório, se os acionistas assim determinassem no estatuto social; (ii) seria possível estabelecer regras distintas de distribuição de dividendos entre diferentes tipos de ações, inclusive determinando a não distribuição de dividendos a certos tipos de acionistas, tendo por base o disposto no § 1º, do art. 109 da LSA; e (iii) poder-se-ia, “ainda, determinar que nenhum acionista receberá dividendos, no caso de uma sociedade de propósito específico, com prazo determinado de duração, que necessite de investimentos, mas que pretenda partilhar os lucros apenas ao final do empreendimento.”. Algumas objeções podem ser apresentadas à linha argumentativa de Bruno Robert: (a) primeiro: o fato de serem direitos distintos não significa que não possam ter a mesma natureza jurídica. Conforme bem argumentou Fábio Konder Comparato (cf. Nota de Rodapé nº 10 deste Capítulo III, Subcapítulo 3.1), o direito ao dividendo, entendido como o exercício da opção por meio da qual o sócio participará dos lucros sociais, integra o direito aos lucros sociais em seu sentido mais amplo (estaria, por assim dizer, inerente ao Segundo e Terceiro componentes do direito aos lucros sociais, cf. conceituados nos Subcapítulos 2.3.2 e 2.3.3), sendo portanto, igualmente, inderrogável e irrenunciável, nos termos do art. 109, I, da LSA; (b) segundo: o disposto no § 1º do art. 109 da LSA apenas determina a igualdade de tratamento entre ações da mesma espécie, permitindo, portanto, a atribuição de diferentes direitos aos acionistas das mais diversas espécies e classes de ações, o que viabiliza, conforme já argumentado, a criação de distintos critérios em relação à partilha dos resultados na forma de dividendos (Cf. Subcapítulo 2.3.2), mas tal disposição não permite, a nosso ver, a previsão de que certos acionistas (1) não poderão participar dos lucros sociais por meio do recebimento de dividendos (pois isso iria de encontro com o disposto no art. 1.008 do CCBra, cf. Subcapítulo 2.3.2), exceto, é claro, nos casos previstos no art. 120 da LSA, ou (2) percam a prerrogativa de escolher, em uma certa deliberação, se desejam receber tais dividendos ou reinvestir o lucro na sociedade. Nem se argumente que ao prever a referida disposição no estatuto social, os acionistas estariam apenas antecipando a decisão que lhes caberia, originalmente, na assembleia geral. Se é possível aos acionistas afastar, casuisticamente, o direito ao dividendo e optar por reinvestir todo o lucro na sociedade, é certo também que tal prerrogativa precisa ser realizada com base em critérios momentâneos (analisados caso a caso), motivo pelo qual é determinante que os acionistas mantenham a prerrogativa de receber dividendo em aberto – como, aliás, exige a LSA e o CCBra

seria admissível o afastamento, *a priori*, de qualquer possibilidade de se determinar a participação nos lucros sociais na forma de distribuição de dividendos encontra-se nas sociedades com prazo determinado, pois nestas, de fato, pode existir, a exemplo do que se observava nas antigas sociedades anônimas (cf. Subcapítulo 2.1), o real interesse dos sócios de participar dos lucros sociais de uma única forma – a ser verificada, necessariamente, ao final do empreendimento da atividade econômica –, qual seja: mediante o exercício do seu direito à quota de liquidação do patrimônio social (art. 109, II, da LSA)¹². É claro, contudo, que tal possibilidade, se implementada, precisa ser analisada no caso concreto, a fim de se verificar eventuais abusos, uma vez que podem existir sociedades com prazo determinado nas quais se justifique a aplicação constante dos lucros até o encerramento das atividades sociais, enquanto em outras, a despeito do prazo limitado, a distribuição periódica, na forma de dividendos, pode ser a solução mais adequada ao longo da vida societária¹³.

– para, se for o caso, decidir a cada exercício social pela sua materialização ou não na forma de crédito de dividendos. Aliás, o próprio Bruno Robert parece concordar com essa conclusão, ao flexibilizar a sua posição original e admitir, ao final, que: “qualquer que seja a hipótese, contudo, é necessário ressaltar que, sob pena de nulidade, a disposição estatutária não poderá suprimir direta ou indiretamente o poder da assembleia-geral de a qualquer momento modificar o estatuto social, mesmo que quórum especial seja exigido, de maneira a novamente autorizar a distribuição de dividendos, mínimos ou genéricos.” Ora, se a disposição estatutária não pode afastar a decisão da assembleia de voltar a decidir pela possibilidade de determinar que os acionistas participem dos lucros sociais, mediante a distribuição de dividendos, é porque o direito do acionista ao dividendo não pode, por óbvio, ser renunciado em seu perfil societário-patrimonial. Não parece fazer qualquer sentido prever algo no estatuto social que pode travar a dinâmica societária, especialmente quando a matéria que ela disciplina pode (e, na verdade, deve) ser decidida a cada assembleia geral, de forma específica e mais alinhada possível com a situação financeira concreta da companhia. Na assembleia geral, deixa-se de exercer o direito do acionista ao dividendo societário-patrimonial, mas não há, em absoluto, renúncia (ou desistência) desse direito; e (c) terceiro: a única possibilidade em que a previsão da não distribuição de dividendos faz sentido seria na sociedade de prazo determinado, pois nesta, de fato, existe a perspectiva real de que a participação nos lucros sociais se dê sob outra forma (p. ex. o direito à quota de liquidação da sociedade). Afinal, na sociedade por prazo determinado volta a desaparecer a distinção entre lucros, dividendos e quotas de liquidação. No entanto, mesmo na sociedade por prazo determinado, a cláusula restritiva de distribuição de dividendos pode ser também considerada nula, a depender do seu contexto (Cf. Nota de Rodapé nº 13 deste Capítulo III, Subcapítulo 3.1).

¹² “Se a sociedade for constituída com um termo de duração, não será muito importante para os sócios que o lucro seja distribuído anualmente ou só ao final; quanto menos distanciado no tempo for o termo, menos relevante será a diferença. Se, porém, a sociedade for constituída com duração indeterminada, como sucede quase sempre, a dilação da distribuição dos lucros para a liquidação é uma violência quase confiscatória para os sócios que não tenham uma maioria suficiente para deliberar a dissolução. Os sócios que se encontrem nessa circunstância ficam privados dos lucros até que a liquidação ocorra, não se sabe quando, em tempo que está fora do seu domínio; ficam totalmente dependentes de decisão alheia.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social...*, Ob. Cit. p. 96).

¹³ Aqui, vale destacar que sociedades por prazo determinado podem ser criadas tanto para atividades bastante restritas e de curta duração, como se observa no caso das SPEs voltadas à execução de incorporações imobiliárias – nas quais faz sentido que a partilha de lucros entre os sócios ocorra apenas ao final do empreendimento –, quanto para atividades complexas e de mais longa duração, que, apesar do prazo determinado, podem justificar retiradas periódicas no curso de suas atividades, tal como nas SPEs relativas a grandes projetos de infraestrutura, inseridos em modelagens de PPPs, cuja duração pode, não raramente, ultrapassar vinte anos.

Por todo o exposto, torna-se preciso reconhecer que se o direito ao dividendo societário-patrimonial não existisse, ou pudesse ser renunciado/derrogado pelos acionistas ou pela assembleia geral, ter-se-ia que admitir que a companhia teria sido convertida em uma associação, ou seja, em uma organização finalística privada que, embora possa desenvolver uma atividade econômica, tem seus resultados compartilhados apenas entre as possíveis alocações internas à própria organização, jamais sendo repartidos (ou atribuídos) aos seus respectivos membros¹⁴. Mas reconhecer a existência plena do direito aos dividendos não significa, é claro, que os acionistas não possam, em assembleia, optar por não exercê-lo, passando a participar dos lucros sociais de forma indireta, mediante o seu reinvestimento e a consequente valorização dos preços das ações em mercado. Isso porque o não exercício do direito ao dividendo (ou melhor, a escolha de não se exigir a retirada de riqueza do patrimônio social e a sua transferência para o acionista) é bastante diferente de renunciar ao direito em si mesmo (fato este que seria contrário à própria disciplina societária no Direito brasileiro).

Nesse sentido, o afastamento definitivo do direito do acionista ao dividendo, em seu primeiro perfil, além de descaracterizar juridicamente o contrato de sociedade, não se justifica, também, sob a perspectiva da teoria econômica, pois, embora o acionista possa desejar o reinvestimento do lucro e a valorização do preço das suas ações, é preciso que haja a possibilidade de se determinar, a qualquer momento, que o lucro social se materialize aos sócios na forma de dividendos. Conforme apresentou Ronald H. Coase, há sempre um limite ótimo para o qual a companhia (*firm*) poderá crescer e se organizar internamente¹⁵. Sendo

¹⁴ O direito de voto dos seus membros seria limitado a decidir o que fazer com o lucro dentro da própria companhia, mas jamais determinar que parte dele fosse transformado em dividendo.

¹⁵ Ronald H. Coase, vencedor do prêmio Nobel de economia em 1991, teve grandes méritos ao aproximar o conceito de '*custo de transação*' ao fenômeno do '*crescimento interno das companhias*'. De acordo com a sua teoria, as companhias (*firms*) tenderiam a manter o crescimento progressivo de sua organização sempre que o custo de produzir ou desenvolver algo internamente à sua estrutura operacional fosse menor do que obter esse mesmo resultado transacionando com terceiros, em um ambiente de mercado. Na medida em que o custo (de transação) de agregar mais uma atividade à estrutura interna da companhia se tornasse mais custosa do que buscá-la por meio da interação com outros agentes econômicos, passaria a ser, então, mais vantajoso manter a companhia com o mesmo tamanho, sem realizar novos investimentos expansionistas. Segundo Coase, esse princípio seria observado em todas as companhias, quaisquer que fossem as suas características de mercado. O que mudaria entre elas seria, apenas, os custos de transação relativos aos quais estariam submetidas, e não a existência de um ponto ótimo máximo capaz de limitar o crescimento da sua estrutura interna. Nas palavras do próprio economista: "*Our definition is, therefore, realistic. Is it manageable? This ought to be clear; When we are considering how large a firm will be the principle of marginalism works smoothly. The question always is, will it pay to bring an extra exchange transaction under the organizing authority? At the margin, the costs of organizing within the firm will be equal either to the costs of organizing in another firm or to the costs involved in leaving the transaction to be "organized" by the price mechanism. Business men will be constantly experimenting, controlling more or less, and in this way, equilibrium will be maintained. This gives the position of equilibrium for static analysis. But it is clear that the dynamic factors are also of considerable importance, and an investigation of the effect changes have on the cost of organizing within the firm and on marketing costs*

assim, no momento que tal limite é atingido, ao invés de buscar ampliar a sua estrutura organizacional interna, bastará que a companhia realize transações comuns de mercado, que envolvam trocas de produtos e serviços com outros agentes econômicos, de forma a viabilizar maiores retornos financeiros e a expansão da sua capacidade produtiva. Não há dúvidas de que as transações de mercado também exigem investimentos (especialmente em capital de giro), mas tais investimentos podem não ser tão expressivos quanto aqueles normalmente requeridos para fins de ampliação de infraestrutura, compra de equipamentos, criação de novo espaços organizacionais, contratação de pessoas, etc. (enfim, tudo aquilo que contribui para o crescimento da estrutura interna da empresa), o que amplia, portanto, o montante de lucros sociais apto a ser distribuído aos sócios. É em razão da constante análise dos diversos fatores (custos de transação) com forte impacto na dinâmica econômica da empresa, que aos acionistas deve ser atribuída a prerrogativa de, oportuna e casuisticamente, decidirem entre as várias formas de participarem dos lucros sociais, a depender – e assim nem poderia deixar de ser – das circunstâncias econômicas específicas pelas quais a companhia passa.

Mas se, de um lado, o direito ao dividendo societário-patrimonial – por compor, de

*generally will enable one to explain why firms get larger and smaller; We thus have a theory of moving equilibrium.” <A nossa definição é, por conseguinte, realista. [Mas] é funcional? Isso precisa ficar claro: o princípio do crescimento na margem funciona mais adequadamente quando estamos tentando avaliar o quão grande uma companhia pode ser. A pergunta a ser feita será a seguinte: haverá um custo em trazer uma relação de troca adicional para dentro da organização da companhia? No limite [na margem ou no equilíbrio], os custos de organizar uma determinada atividade internamente à companhia serão iguais tanto aos custos da organização dessa mesma atividade em uma outra companhia, quanto aos custos inerentes a uma transação comercial, realizada em mercado, segundo os mecanismos de preço. Homens de negócios [os empresários] estarão constantemente buscando [essa margem], controlando, mais ou menos, [esse processo], e, deste modo, [buscando] o equilíbrio que será mantido [entre o maior crescimento interno possível da firma e a busca de transações em mercados]. Isso permite a análise estática do equilíbrio. Mas é claro que fatores dinâmicos [diversos] também são de grande importância, e uma investigação das mudanças [por eles proporcionadas] têm efeitos sobre o custo da organização [das atividades] dentro da empresa e sobre os custos de se transacionar no mercado em geral, permitindo-se explicar, portanto, a razão pela qual as empresas se tornam maiores e menores; Temos, assim, uma teoria dinâmica do equilíbrio.> (Tradução livre e acréscimos nossos) (COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. Economica, New Series, Vol. IV, No. 16., 1937. p. 404). Dessa forma, torna-se necessário concluir que sempre haverá um momento, ou limite, no qual os reinvestimentos dos lucros sociais na própria companhia deixarão de fazer sentido, pois, embora tal reinvestimento possa promover o crescimento da sua estrutura organizacional interna, isso não promoverá maiores retornos financeiros aos acionistas, sendo mais benéfico, portanto, que a companhia busque ampliar seus negócios através de interações com outros agentes de mercado. Os lucros sociais, na medida em que são reinvestidos, também podem fomentar as interações da companhia com o mercado, permitindo maiores retornos futuros aos acionistas. Dessa forma, ainda que os lucros sociais reinvestidos não sirvam ao financiamento do crescimento da estrutura organizacional interna da companhia, eles serão justificáveis se promoverem a ampliação das transações de mercado que podem permitir o desenvolvimento das atividades sociais. No entanto, na hipótese de nem esta última medida ser mais possível (ou seja, não se justificar nem o crescimento interno e nem o desenvolvimento das relações de mercado), passaria a ser legítimo que o acionista auferisse participação nos lucros sociais exclusivamente na forma de dividendos, visto que a companhia já atingiu o tamanho ótimo que poderia almejar alcançar.*

forma indissociável, o núcleo essencial do *status socii* – é atribuído a todos os acionistas, o seu exercício, por outro, não está imune a limitações legais ou estatutárias. Afinal, se o seu objeto é a aptidão para determinar uma das possíveis formas de participar nos lucros sociais, impossível não se reconhecer também que muito do seu exercício dependa: (i) de a participação social atribuir ou não direito de voto ao acionista; (ii) do poder relativo deste acionista na estrutura organizacional interna da companhia; além, é claro, (iii) das próprias limitações materiais que a LSA permite estabelecer em relação aos critérios distributivos dos lucros sociais (cf. Subcapítulo 2.3.2).

É o que ocorre, por exemplo, no caso dos acionistas preferencialistas cuja vantagem patrimonial atribuída às suas ações seja o recebimento prioritário de dividendos fixos¹⁶. Ao se determinar os privilégios das ações preferenciais, o estatuto social acaba por limitar a extensão do direito ao dividendo societário-patrimonial dos acionistas preferencialistas, não lhes sendo possível, conseqüentemente, pleitear a distribuição a si próprios da parcela dos lucros sociais que exceder o montante fixo a eles reservado, ainda que tais acionista preferencialistas detenham direitos de voto e representem, conjuntamente, a maioria do capital acionário. A atribuição do privilégio patrimonial aos acionistas preferencialistas é uma forma de delimitar o exercício do direito do acionista ao dividendo, em seu primeiro perfil, mas não de negar a sua existência enquanto um direito inerente e integrado ao próprio *status socii*.

O mesmo se observa no caso das ações preferenciais que, para justificar os privilégios diversos que detêm em relação aos dividendos, restringem ou excluem o direito de voto do acionista. Embora, neste caso, não seja garantida aos acionistas preferencialistas a aptidão de exigir a distribuição de dividendos, é importante observar que a própria LSA cuidou de lhes atribuir um instrumento de tutela importante, previsto no § 1º do art. 111 da LSA, qual seja: em caso de não distribuição de dividendos por três exercícios financeiros consecutivos, tais acionistas, independentemente das limitações estatutárias impostas às suas ações, voltarão a dispor do direito de voto, passando a influir, portanto, na escolha das

¹⁶ Dentre os vários tipos de dividendos que o acionista da companhia pode vir a receber, o art. 17 da LSA destaca aqueles específicos dos acionistas preferencialistas, a saber: (a) *quanto à ordem de recebimento*: prioritários e não-prioritários; (b) *quanto ao direito de recebê-los, ainda que não apurados os lucros em determinado exercício social*: cumulativos ou não cumulativos; e (c) *quanto à forma de distribuição*: mínimos ou fixos. Esses diferentes tipos de dividendos, somados a outros privilégios previstos na LSA, normalmente compõem o rol de compensações atribuídas aos acionistas preferencialistas quando a companhia opta por lhes retirar ou limitar o direito de voto. Não sem razão que o § 1º do mesmo art. 17 da LSA apresente exigências ainda mais fortes e detalhadas para a atribuição de privilégios às ações preferenciais (inclusive para fins de distribuição de dividendos), quando a companhia em questão tiver suas respectivas ações negociadas em mercado de valores mobiliários.

alocações distributivas dos lucros sociais. O direito ao dividendo societário-patrimonial fica inerte para os acionistas desprovidos do direito de voto, mas ganha pleno exercício tão logo as condições sejam verificadas.

Mesmo para os acionistas cujas respectivas participações societárias são amplas, não havendo, *a priori*, restrições de qualquer tipo de direitos, a exemplo do que se observa no caso dos titulares de ações ordinárias, existem também limitações legais para o exercício do direito ao dividendo societário-patrimonial (ou seja, para a determinação do destino alocativo dos lucros sociais). Tais limitações decorrem, assim como em boa parte das demais escolhas societárias atribuídas aos acionistas, da regra da deliberação por maioria, estabelecida nos termos dos art. 129 e 136 da LSA. É evidente que a escolha de quanto do lucro será distribuído aos acionistas depende, fundamentalmente, da determinação da assembleia geral, que decide essa matéria por maioria dos votos dos presentes. Dessa forma, a discricionariedade do acionista controlador irá determinar a maneira pela qual todos os demais acionistas participarão dos lucros sociais, cabendo aos minoritários sujeitar-se a essa escolha se não existirem indícios que ela tenha sido tomada em abuso de poder de controle ou sob o descumprimento dos deveres gerais de acionista. Foi justamente em razão da força do controlador e do prevalecimento de suas decisões em matéria de distribuição de dividendos, que o legislador brasileiro optou por estabelecer alternativas visando fortalecer o direito de todos os acionistas (e não da administração) de determinar o destino dos lucros sociais. Instituiu-se, assim, o dividendo mínimo obrigatório, conforme regulado no art. 202, cuja intenção foi disciplinar, de forma bastante direta, um campo de “*limite à discricionariedade da maioria*”¹⁷, permitindo que, ao menos em relação a um percentual do lucro líquido de exercício, seja requerida a decisão conjunta de todos os acionistas caso a opção seja por não distribuí-lo na forma de dividendos obrigatórios (art. 202, § 3º, da LSA). Não existindo essa manifestação unânime, a referida parcela dos lucros será, então, necessariamente reconhecida e declarada, passando a existir direito do acionista a crédito de dividendo. Com o dividendo mínimo obrigatório, a LSA tornou o exercício do direito do acionista ao dividendo societário-patrimonial não sujeito ao princípio da maioria, cabendo a cada acionista, individualmente, a escolha do seu pagamento ou não¹⁸.

¹⁷ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração e Modificações*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. pp. 163-165.

¹⁸ “A alternativa do dividendo mínimo obrigatório buscou reforçar os direitos dos acionistas minoritários e, em teoria, contribuir para que as pessoas se sintam mais seguras para investir no mercado de capitais. Apesar das inevitáveis críticas recebidas, o legislador de 1976 foi corajoso e eficaz, para os objetivos políticos da lei, ao positivar a regra do art. 202. A contrapartida evidente a essa proteção adicional aos investidores foi a

O direito do acionista ao dividendo, em seu perfil societário-patrimonial, é, portanto, inerente ao *status socii* de todos os acionistas da companhia, ainda que seu exercício possa estar sujeito a limitações específicas (princípio da maioria, privilégios dos preferencialistas e suspensão de direitos) ou, em outros casos, a determinações absolutas, tal como se observa no contexto dos dividendos mínimos obrigatórios, em relação aos quais sequer a interferência do controlador poderá desviar o seu pleno exercício. Essa aptidão decorrente do direito ao dividendo societário-patrimonial não pode ser, conseqüentemente, destacada da ação e cedida a terceiros de maneira autônoma, pois retiraria do acionista não um direito de crédito (presente ou futuro), mas o próprio direito que lhe permite determinar a escolha pelo pagamento de dividendos ou pelo autofinanciamento societário. Por essa razão, não parece incorreto afirmar que a existência do direito ao dividendo societário-patrimonial e o seu exercício dependem da manutenção do *status socii* pelo seu respectivo titular ou da transferência da ação inteira ao novo titular.

3.2. Segundo Perfil: Direito Expectativo

O acionista não tem apenas a pretensão de que a sociedade na qual ele é sócio seja lucrativa, mas também que ele possa participar dos lucros sociais, em igualdade de condições com os demais membros, mediante uma das seguintes formas: (i) a liquidação do patrimônio social (direito de participar do acervo final da companhia: art. 109, II, da LSA), (ii) a valorização do preço das ações em mercado, decorrente da escolha de se realizar o reinvestimento dos lucros sociais na própria companhia (direito aos lucros em sentido mais estrito: art. 109, I, da LSA) ou, ainda, (iii) o recebimento de dividendos facultativos e obrigatórios, conforme determinado pelas manifestações da assembleia geral, bem como pelas disposições estatutárias aplicáveis (direito aos dividendos: arts. 109, I, 201 e 202 da LSA).

Todas essas formas de participação nos lucros sociais apresentam um elemento comum: proporcionam, quando reunidos os fatores econômicos e jurídicos para tanto, um efetivo direito de crédito em benefício dos acionistas, após um período no qual eles ficaram em situação de expectativa (de espera) em relação ao surgimento deste direito.

Assim ocorre no caso da dissolução da companhia, quando se tem a reversão dos

redução da autonomia dos administradores e da maioria assemblear quanto à decisão de alocação dos lucros sociais. O sacrifício era pouco significativo em relação às mudanças que eram necessárias no direito societário nacional” (ROBERT, Bruno. Dividendo Mínimo..., Ob. Cit. p. 74).

direitos e bens que antes faziam parte do patrimônio autônomo (próprio) da sociedade para cada um dos acionistas, na proporção de suas respectivas participações. O lucro contábil (não distribuído) que estava integrado ao patrimônio social será transferido, juntamente com os bens e direitos originalmente aportados para fins de integralização do capital, a cada um dos sócios (depois de pagos, é claro, todos os credores), sendo certo que, até o efetivo recebimento da sua quota na liquidação do acervo, o acionista terá um direito de crédito (formado após um período de expectativa) correspondente ao valor desta quota. No momento em que ocorrer então o seu pagamento, os bens e direitos a ele transferidos – correspondentes ao montante relativo à quota de liquidação – passarão a compor o seu patrimônio pessoal de acordo com as suas naturezas jurídicas específicas¹⁹.

Fenômeno semelhante verifica-se também na valorização do preço das ações, muito embora, neste caso, a satisfação do crédito proporcionado ao acionista (incorporado no preço) dependa da venda da respectiva ação em mercado, e não de uma pretensão direta do sócio contra o patrimônio da sociedade.

Mas o que interessa destacar mais diretamente neste trabalho é a circunstância de que o direito ao dividendo também será um crédito em benefício dos acionistas, exercível contra o patrimônio social (embora sem resultar na sua extinção, tal qual ocorre no caso da liquidação da sociedade), sempre que reunidas as condições específicas para tanto. Tais condições são, conforme visto na Subcapítulo 2.3.3: a apuração do lucro social nas demonstrações financeiras, a aprovação dos referidos documentos contábeis pelos órgãos de controle e acionistas, além da subsequente declaração-constitutiva, manifestada pela assembleia geral, quanto ao destino alocativo dos lucros sociais. O resultado final desse processo poderá ser (ou não), a depender das escolhas realizadas pela assembleia geral, a constituição do direito ao dividendo enquanto crédito aos acionistas. Porém, até que todos esses procedimentos legais ocorram – e as circunstâncias econômicas sejam verificadas, permitindo o surgimento do crédito (de dividendo) –, de que maneira, ou sob qual *perfil* ou *perspectiva*, o direito do acionista aos dividendos se apresenta?

Um primeiro perfil possível é o societário-patrimonial (cf. Subcapítulo 3.1), que permite ao acionista determinar qual montante será distribuído na forma de dividendos, quando realizado o processo apurativo e declaratório-distributivo do lucro social.

No entanto, adicionalmente ao perfil societário-patrimonial, o direito aos

¹⁹ Ou seja, serão direitos reais no patrimônio pessoal do acionista, se compostos por bens móveis ou imóveis, ou obrigacionais, se relativos a créditos ou recursos financeiros em geral.

dividendos se destaca também no contexto da participação societária em razão da especial condição jurídica que atribui ao acionista, ao permitir que este venha a se tornar, periódica e oportunamente, titular de créditos de dividendos. O fato de a sociedade ter, necessariamente, fim lucrativo e garantir a todos os acionistas o direito essencial de participar nos resultados financeiros decorrentes das atividades sociais – sendo certo que, a partir de tal participação, os acionistas podem, além de reinvestir os lucros na própria sociedade, determinar o pagamento de dividendos a si mesmos, sem oposição da administração ou de terceiros – faz com que surja de forma inerente e integrada ao seu *status socii* (e, portanto, de forma inerente e integrada também às respectivas ações) uma legítima expectativa – fundada na circunstância de o acionista participar de uma organização finalística privada voltada ao lucro – de vir a ser credor de dividendos. Trata-se, aqui, de reconhecer o direito do acionista ao dividendo sob o seu perfil de direito expectativo, isto é, um direito já formado e existente na esfera patrimonial do acionista (antes mesmo da existência de lucros sociais), que lhe permitirá adquirir um novo e distinto direito (o crédito de dividendo), quando (e se) as condições de formação deste último forem verificadas²⁰.

Nas palavras de Pontes de Miranda²¹, “o direito ao dividendo é direito expectativo, (...), e não se há de confundir com a expectativa, fato fora do mundo jurídico. Se há lucros que tenham de ser distribuídos aos acionistas, deixou de haver direito expectativo há (nasceu) o direito expectado. Se os lucros só se hão de distribuir como dividendos se a assembleia geral ordinária o determinar, a vontade coletiva, é (outro) elemento para que nasça o direito expectado.”²² (Destaques do próprio autor).

Para se compreender de forma plena o perfil do direito ao dividendo que Pontes de Miranda destaca no trecho acima, é preciso retomar algumas lições de sua teoria.

Momento de Formação do Direito. Primeiramente, há que se destacar o fato de os direitos nascerem instantaneamente ou serem resultado de um longo e sucessivo conjunto de

²⁰ A qualificação do direito aos dividendos como um direito expectativo será determinante para a discussão em torno das condições de eficácia do negócio jurídico de cessão fiduciária que tem o referido direito como objeto. Nesse sentido, conferir Subcapítulo 7.2.

²¹ A precisa qualificação jurídica do direito do acionista aos dividendos, conforme apresentada por Pontes de Miranda, será posteriormente corroborada pela doutrina brasileira, que irá qualificá-lo como um direito de natureza expectativa (quando ainda não apurado o lucro), assim como um direito de crédito (quando já declarada a distribuição de dividendos pela assembleia geral). Nesse sentido, conferir: (i) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 305-313; (ii) ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 53-54; e (iii) BULGARELLI, Waldirio. *Comentários à Lei...*, Ob. Cit. p. 53.

²² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomo L (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto). São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. p. 554.

eventos. No caso dos primeiros, todos os elementos requeridos para o seu surgimento ocorrem em um único momento (p. ex. o direito de propriedade sobre coisa móvel, que surge mediante a tradição). No entanto, no caso dos segundos, há diversos elementos e fatos que são requeridos para a completude do suporte fático do direito, sendo certo que alguns deles apenas podem ocorrer quando o anterior já tiver sido plenamente realizado. Devido a essa característica, é fácil perceber que os direitos formados ao longo do tempo, ou seja, que dependem da ocorrência de uma sequência coordenada de eventos até ser possível o seu surgimento, colocam aqueles que serão seus titulares em uma situação de expectativa, de tal maneira que: quanto mais próximos estiverem da fase de conclusão do processo formativo do direito, maior será a probabilidade de que venham a adquiri-lo (o direito que se espera) no futuro²³.

É o que ocorre, destacadamente, com o direito ao dividendo enquanto crédito. Não existe crédito de dividendo até que haja a apuração do lucro e a sua declaração-constitutiva, em assembleia geral, tendo por base a vontade dos sócios e as disposições legais e estatutárias aplicáveis. Porém, quanto mais próxima da conclusão estiverem as etapas alocativas dos lucros sociais, mais intensa será a expectativa (ou perspectiva) de surgimento do crédito de dividendo (o direito esperado) na esfera patrimonial dos sócios, sendo certo, contudo, que essa maior intensidade não será garantia da existência do direito esperado²⁴.

Grau de Intensidade da Expectativa e sua Fonte de Determinação. É nítido que o acionista da sociedade impossibilitada de reportar lucros em suas demonstrações financeiras tem uma expectativa menor de ser credor de dividendos quando comparado a um acionista de outra companhia, na qual a contabilidade tenha apurado lucros (embora sem ter aprovado ainda a sua distribuição na forma de dividendos). Da mesma maneira, é fácil perceber também que, entre dois acionistas de diferentes companhias, sendo ambas aptas a contabilizar lucros sociais em seus balanços, aquele que for sócio da sociedade que dispuser de regras estatutárias mais claras (e pouco flexíveis) em relação à distribuição de dividendos

²³ “(...) há fatos diferentes, ou reiterados, que vêm uns após outros, ou um após outro; de modo que cada um deles, acontecendo, é passo para a aquisição do direito, porém não ainda aquisição. Há momentos em que muito falta; e momento em que quase nada falta. Estão os futuros titulares em expectativa.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 343).

²⁴ “Naturalmente, todos os direitos ainda não adquiridos, ainda não formados, não existem. Porém há diferença de probabilidade de virem a existir e, a juízo do titular futuro, são bem próximos de existência, de surgimento, aqueles cuja formação só depende de ato seu.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 343).

mínimos obrigatórios ou à constituição de reservas terá uma expectativa de se tornar credor de dividendos muito mais intensa – e, portanto, juridicamente tutelável – do que aquela que recai sobre o acionista da companhia mais vulnerável a “desvios” (ainda que legítimos) dos lucros sociais.

No entanto, como bem lembra Pontes de Miranda, a situação de expectativa em que se coloca a pessoa na espera da formação (ou da aquisição) do seu direito pode ter diferentes fontes, razão pelo qual nem toda a expectativa será forte o suficiente a ponto de merecer proteção do ordenamento jurídico. Em alguns casos, a expectativa está inserida no mundo dos simples fatos, de tal forma que o surgimento do direito esperado depende exclusivamente das circunstâncias sociais, sem qualquer intervenção do plano jurídico. Seria, por exemplo, a situação vivida por aquele artista que almeja conseguir um contrato de trabalho, em razão de suas habilidades intelectuais. Até que o contrato seja firmado e o seu direito a exercer a profissão escolhida mediante remuneração surja, tem-se apenas uma *expectativa de direito*, sem qualquer respaldo em um direito pré-constituído ou em uma capacidade de ação ou pretensão no sentido de tutelar o direito expectado. Por outro lado, há também situações em que a expectativa daquele que aguarda o surgimento do direito tem respaldo em um outro direito, pré-constituído, que dá relevância jurídica à expectativa, tornando-a, portanto, detentora de um grau mais elevado de probabilidade de promoção do resultado esperado. É o caso do indivíduo que celebra promessa de compra e venda de bem imóvel. O direito à propriedade do imóvel decorre da celebração do contrato definitivo de compra e venda (e dos respectivos registros), razão pela qual pode-se afirmar que o promitente comprador também está em *expectativa* de ter direito de compra e venda, passando a ser, como resultado deste negócio jurídico, o proprietário do imóvel em questão. Essa expectativa, contudo, é de grau bastante diverso daquela presenciada na situação do artista em busca de trabalho, pois, diferentemente deste, a expectativa do promitente comprador não está fundada em questões da vida cotidiana, pura e simplesmente, mas sim em direito pré-constituído (ou seja, o direito a ter contrato), decorrente da celebração da promessa de compra e venda, o que torna correto afirmar que já há no patrimônio deste último o direito a adquirir um novo e futuro direito: há um *direito expectativo* – assim chamado por que atribui relevância jurídica à expectativa do indivíduo – que dá as condições para que o *direito expectado* surja²⁵. É por ter em sua

²⁵ O exemplo aqui apresentado é do próprio Pontes de Miranda, que define com precisão a situação do promitente comprador: “O direito dêsse pré-contratante consiste em crédito de contrato, pois que se lhe prometeu contrato de compra-e-venda, e o direito expectado é a compra-e-venda. A expectativa enche-se com o fato de já estar no patrimônio do expectante o degrau para a aquisição do direito. Há direito a adquirir direito.” (Destaque nosso) (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V

base um direito pré-existente, que a expectativa pode ser juridicamente tutelada. Afinal, aquele que detém direito subjetivo (expectativo) a adquirir outro direito, tem também os instrumentos disponibilizados pelo ordenamento jurídico para proteger a existência do direito presente, bem como a possibilidade de surgimento do direito futuro (o direito expectado).

O direito ao dividendo é expectativo exatamente por essas razões. O acionista tem expectativa de ter créditos de dividendo (direito expectado), mas tal expectativa não está desprovida de contexto jurídico. O acionista é, conforme visto, parte de um contrato de sociedade, cujo escopo necessário é o exercício de atividade lucrativa, visando a distribuição de seus resultados entre todos os sócios. Há, portanto, expectativa de ter créditos de dividendos, em função da realização da atividade social. Essa expectativa encontra a sua base mais ampla no direito aos lucros sociais e no direito aos dividendos (este último, em seu perfil societário-patrimonial), que surgem nas esferas (patrimoniais) individuais dos acionistas de forma inerente ao *status socii*, garantindo a eles, por consequência, o direito de participar da apuração e da alocação dos lucros, bem como de optar pela sua distribuição na forma de dividendos (crédito em benefício do acionista)²⁶. Mas é no direito ao dividendo em seu perfil expectativo – já existente no patrimônio do acionista e decorrente do *status socii* – que a expectativa detém a sua base mais específica, passando a ser devidamente tutelada²⁷. Se, no caso do promitente comprador, a expectativa de celebrar contrato (direito expectado) decorre do direito contraído na celebração do contrato de promessa de compra e venda (direito expectativo), o direito de crédito de dividendo decorre do direito expectativo ao dividendo, vale dizer: do direito atribuído ao acionista – pelo simples fato de ser membro de uma organização associativa privada com fim lucrativo – de vir a ser, periodicamente, credor da companhia, sempre que presentes os fatos e circunstâncias formativos de tal direito.

Fosse a sociedade destinada a fins não lucrativos – hipótese não admitida no Direito brasileiro, mesmo no caso das empresas públicas, sociedades de economia mista ou

(atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 344).

²⁶ “*Nem toda expectativa significa que alguém, - que espera, que tem por si algum fato que justifica aguardar-se a aquisição de certo direito, - já tem direito expectativo ou pretensão expectativa. Às vezes, espera-se, e tem-se direito expectativo, ou pretensão expectativa; outras vezes, espera-se, e não se tem esse direito, ou essa pretensão.*” (Destaque nosso) (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 344).

²⁷ “*Umas das facetas do direito ao dividendo (e também do direito do acionista de participação dos lucros sociais) projeta-se, portanto, para o momento anterior à constatação da existência de lucro social, protegendo desde aí os interesses legítimos do acionista.*” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 54).

sociedades inseridas no contexto de grupos econômicos (cf. Subcapítulo 1.1) –, não haveria que se falar em direito aos lucros sociais e, muito menos, em direito aos dividendos. Estes, caso os lucros viessem a ser apurados e distribuídos aos membros da sociedade, teriam seus fundamentos exclusivamente no plano dos fatos, não havendo direito à sua aquisição. Deixaria de existir o direito expectativo, para se ter mera expectativa de direito. O acionista de uma sociedade sem fins lucrativos, ou, ainda que lucrativa, sem obrigação de distribuição de seus resultados entre os sócios na forma de dividendos, se admitida em nosso Direito, estaria em uma situação análoga à daquele que, sem ser sócio de uma companhia, deseja poder um dia receber créditos de dividendos ao adquirir uma participação acionária. A expectativa deste último, no sentido de ter dividendos no futuro, é tão fraca e sem fundamento no plano jurídico (já que não há contrato de sociedade apto a permitir perspectiva de lucros distribuíveis) quanto seria a do sócio da imaginária (ao menos no contexto do Direito brasileiro) sociedade sem fins lucrativos ou sem obrigação de distribuição de seus lucros, se e quando apurados.

Expectativa Não é o Direito Expectativo; Este é Fonte Daquela. Outro ponto importante que não deve ser, em nenhuma hipótese, foco de confusão é a diferença evidente entre a *mera expectativa* e o *direito expectativo*. A expectativa do acionista pelos dividendos a serem distribuídos por sua companhia tem a mesma natureza (embora não a mesma intensidade) da expectativa do indivíduo (futuro investidor) que almeja ser sócio de uma sociedade, esperando ter, a partir de tal investimento (e apenas quando este vier a ser realizado), retornos na forma de dividendos. Não é possível afirmar que a expectativa do acionista seja um direito subjetivo em si, em virtude de estar fundada em um grau maior de certeza, enquanto a expectativa do futuro investidor acionário seja, de fato, uma simples expectativa. Na realidade, ambas continuam sendo meras expectativas. O que muda é justamente a fonte da qual decorrem (direito pré-existente ou não) e o tipo de tutela atribuído pelo ordenamento jurídico²⁸. Dessa forma, *direito expectativo* é o que já está presente e

²⁸ Em uma analogia bastante esclarecedora, Pontes de Miranda compara as *expectativas* às *sombras*, para concluir o óbvio: sombras são sempre sombras, não sendo possível qualificá-las de maneira distinta em função da natureza do objeto que as produzem. Juridicamente, portanto, se um jurista se propusesse a qualificar as *expectativas* segundo distintas naturezas, tendo por base o grau de certeza quanto ao surgimento dos direitos a que se referem, estaria agindo de forma tão criticável quanto um cientista que se propusesse a classificar as sombras como sendo um elemento integrante ora do grupo das coisas corpóreas (materiais) e ora do grupo das coisas não-corpóreas (imateriais), a depender das qualidades físicas do objeto que as produzem. Nesse sentido: “A expectativa não se desenrola no mundo jurídico, porém, tão-só, nos espíritos dos que estão em expectativa de adquirir (*expectativas positivas*), ou de perder para alguém (*expectativas negativas*), ou de assistir à aquisição ou perda por outrem (*expectativa neutra ou contemplativa*). Por isso mesmo, não se pode dizer que, sendo insegura a possibilidade de aquisição, a expectativa perca o caráter de direito e seja simples expectativa de fato ou mera expectativa. É pena que a preparação lógico-filosófica de alguns juristas, inclusive A. Von

formado no patrimônio de seu titular e que tem por função permitir a aquisição de um novo e futuro direito²⁹. Já a expectativa está no plano psíquico e de esperança daquele que a tem, podendo ela ser também objeto de proteção jurídica se em sua fonte existir um direito pré-constituído (expectativo)³⁰.

O direito à valorização do preço das ações, decorrente do reinvestimento dos lucros sociais na própria companhia (sendo, por isso, admissível a ele se referir como direito aos lucros sociais em sentido estrito: art. 109, I, da LSA), e o direito à quota de liquidação social (art. 109, II, da LSA) também apresentam um perfil expectativo, já que, assim como o direito aos dividendos, dão base de sustentação à legítima expectativa dos acionistas de se tornarem titulares, respectivamente, do montante decorrente da valorização da ação e da quota de liquidação do patrimônio social. Estes últimos são os direitos expectados de crédito, exercíveis não na forma de dividendos, mas a partir da liquidação do patrimônio social e da venda das ações em mercado.

Colocando toda a teoria dos direitos expectativos em perspectiva aplicada ao assunto aqui tratado, temos, esquematicamente, o seguinte:

*Tuhr (Der Allgemeine Teil, I, 182), mais devido à época em que pensaram, não lhes haja apontado a confusão entre a ordem jurídica e a ordem fáctica, de modo a verem que a sombra do direito à aquisição de direito e a sombra do fato que é degrau para a aquisição de direito são igualmente sombras. A diferença não é entre expectativas, porque expectativas são apenas sombras; mas entre direito, que produz sombra, e fato, que também a produz. (...) A nossa linguagem perderia a exatidão e precisão que se exige a toda ciência. As expectativas são, certamente, expectativas de direitos; não são direitos. Podem ser expectativas de pretensões, ou de ações, ou de exceções; não são pretensões, ou ações, ou exceções. Por trás de algumas estão direitos, pretensões, ou ações, ou exceções; esses direitos, pretensões ou ações; ou exceções concorrem para a intensificação da expectativa, como os corpos opacos concorrem para intensificação da sombra que deriva, por exemplo, de corpos não-opacos. Se, todavia, estamos a falar de corpos, não teremos de tratar de corpos opacos, sombras e corpos não opacos. O jurista que, ao se referir às expectativas, considera umas não-direitos, e outras direitos, procede como o físico que, fugindo a toda orientação científica, repelisse a classificação das sombras de corpos não-opacos como corpos e admitisse serem corpos as sombras de corpos opacos.” (Destques nossos) (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 345-346).*

²⁹ “Mas além da situação de expectante, o titular do direito expectativo já tem “direito”, a tutela dêsse direito, a ação, quicá exceções: a pretensão é atitude que se enche, aí, de certeza, ou, pelo menos, de extrema probabilidade.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 351).

³⁰ “Não é direito expectativo a expectativa de direito, que não se contém em direito já existente. O titular do direito expectativo é pré-titular do direito expectado.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 348).

Quadro 3.2(a) – Distinção entre Direitos Expectativos, Expectativas e Direitos Expectados

Quadro 3.2(b) – Perfis do Direito do Acionista aos Dividendos

Os direitos expectativos de direitos reais e de direitos obrigacionais. O direito expectativo pode proporcionar o surgimento de direito reais ou obrigacionais. A primeira hipótese verifica-se, por exemplo, no caso dos negócios fiduciários, nos quais a propriedade do bem é transferida ao credor para fins de garantia, sob condição resolutiva, restando ao devedor, como consequência, o direito expectativo de retomar a propriedade plena do bem (direito esperado) tão logo a dívida seja integralmente quitada e a propriedade seja resolvida em seu benefício³¹. Já a segunda hipótese é observada no caso do direito ao dividendo, em relação ao qual se aguarda o surgimento de um direito de natureza obrigacional (creditória) do acionista contra a companhia emissora das ações por ele detidas.

Elementos de Intensificação da Expectativa Decorrente do Direito Expectativo. A partir da aquisição do direito expectativo ao dividendo, o seu titular passa a ter a expectativa,

³¹ VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato e os Direitos Reais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. p. 308. Voltar-se-á a esta discussão no Capítulo IV.

juridicamente tutelada, de se tornar titular do direito de crédito ao dividendo (terceiro perfil). Esse segundo direito depende, essencialmente, de um processo formativo composto por elementos como: realização de lucro financeiro a partir das atividades sociais, sua apuração em linguagem societária-contábil, aprovação das demonstrações financeiras e declaração da alocação dos lucros pela assembleia geral. Mas ao longo desse processo uma série de decisões podem ser tomadas de forma a evitar o surgimento do direito de crédito de dividendo, enfraquecendo assim a expectativa a ele relativa. Por essa razão, algumas soluções foram tomadas para que se aumentassem as chances do surgimento do direito expectado, soluções essas que buscaram restringir o campo de influência dos administradores e o poder dos controladores em matéria de distribuição de lucros sociais.

No caso do Direito societário brasileiro, são bastante evidentes as medidas legais que visam intensificar a proteção da expectativa do surgimento do direito expectado³².

O estabelecimento do dividendo mínimo obrigatório retirou da esfera decisória (majoritária) dos controladores a escolha relativa à alocação de um percentual dos lucros líquidos do exercício, permitindo que os sócios minoritários passassem a ter certeza quanto ao seu recebimento na forma de dividendos, com exceção das hipóteses em que fossem verificados os critérios estabelecidos nos §§ 3º, 4º e 5º do art. 202 da LSA. É possível dizer, portanto, que o direito ao dividendo é expectativo porque ele decorre do próprio fim do contrato de sociedade, e não porque se atribua ao sócio uma expectativa maior de se tornar (ao menos em relação a uma parte dos lucros líquidos do exercício) titular de créditos de dividendos³³.

Bastante importante também foi a regulação das reservas estatutárias, em relação às quais a LSA exigiu o estabelecimento claro dos critérios que resultam na sua constituição. Na medida em que as reservas diminuem o lucro remanescente apto a ser distribuído aos acionistas, a regulação da sua constituição e formação intensificam, sem dúvida, a expectativa da aquisição do dividendo enquanto crédito pelo acionista, já que reduzem as hipóteses legítimas de reversão do lucro em benefício da própria sociedade.

Mas talvez nenhuma outra medida tenha sido tão importante para a tutela (e

³² Todas as medidas a seguir citadas foram vistas mais detalhadamente ao longo do Subcapítulo 2.3.3, cabendo aqui apenas relembrar alguns pontos de maior destaque no que se refere à definição do direito expectativo ao dividendo.

³³ Todos os dividendos (obrigatórios ou facultativos) são legitimamente expectados pelo acionista, muito embora, em relação a uma parte deles, a expectativa e o direito expectativo apresentem maior probabilidade de concretização. Nesse sentido, conferir CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. pp. 115-117.

intensificação da expectativa) do surgimento do direito ao dividendo em seu perfil de crédito quanto a regra estabelecida no § 6º do art. 202 da LSA. Nela, tratou-se de reconhecer os lucros distribuíveis, vale dizer: os lucros que, após o cumprimento de todas as regras estatutárias e legais previstas, devem ser obrigatoriamente distribuídos aos acionistas, independentemente de quaisquer outros fatores. A intenção da lei foi evitar que, mesmo não havendo causa para tanto, os lucros sociais ficassem alocados à conta “lucros acumulados” sem que lhes fossem atribuídos, pela companhia, quaisquer destinações específicas. Dessa forma, o disposto no referido artigo legal acaba com a prática abusiva de retenção injustificada de lucros, que frustrava a expectativa legítima do acionista de receber dividendos³⁴.

Vinculação Necessária do Devedor. Seja intensificado ou não por fatores legais ou estatutários, o direito expectativo já existe na esfera patrimonial de seu titular, de forma que, uma vez originado o direito expectado, o devedor estará diretamente vinculado a este último, na mesma e exata medida em que estava em relação ao direito expectativo. Isso se observa com bastante nitidez no direito ao dividendo expectativo, pois a companhia estará obrigada a pagar os créditos de dividendos atribuídos aos acionistas a partir do momento em que estes sejam declarados por vontade da assembleia geral, não existindo oposição que possa ser feita pela sociedade.

O Reconhecimento do Direito Expectativo no Direito Civil Brasileiro Atual. Conforme bem apontou Pontes de Miranda³⁵, a distinção entre a expectativa (simples) e o direito expectativo precisa ser clara, não podendo haver pretensão de igualá-los. A própria lei civil se encarregou de dar contornos mais nítidos aos conceitos em tela, de acordo com o disposto nos arts. 118 e 121 do Código Civil brasileiro de 1916 (cujos correspondentes no atual CCBra são, respectivamente, os arts. 125 e 130). No primeiro, há a regulação da expectativa de direito, ao disciplinar que o direito ainda não se tem por adquirido enquanto não se fizerem presentes as condições de seu suporte fático. Já no segundo, há direito expectativo, pois se estabelece que o titular de direito eventual (leia-se, de direito

³⁴ “Com a introdução do parágrafo 6º, no art. 202, o legislador deixa explicitado que após terem sido feitas as apropriações dos lucros, que são admitidas nos art. 193 a 197 da lei, todo o lucro que remanescer deve ser distribuído aos acionistas como dividendo. Reforça-se, assim, o direito que têm os acionistas minoritários das companhias de participar dos resultados de cada exercício social que remanescerem após terem sido feitas as retenções admitidas em lei ou no estatuto social.” (Destaque nosso) (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 232).

³⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 352-353.

expectativo) pode, enquanto pendente as condições do surgimento do direito expectado, realizar os atos destinados a conservá-lo³⁶. Não há que se falar em contradição entre um e outro, mas em complementariedade. O direito expectado depende da tutela do direito expectativo para que seus elementos formativos essenciais possam ser verificados e ele (direito expectado) tenha condições de surgir.

Conclusão. O direito aos dividendos é também um direito expectativo, o qual atribui ao seu titular a aptidão de se tornar titular de créditos contra a companhia tão logo as condições econômicas e jurídicas (legais e estatutárias) sejam verificadas. Trata-se, portanto, de um direito plenamente formado e existente na esfera patrimonial dos acionistas, desde o momento em que este adquiriu o *status socii*, sendo irrelevante, para os fins do seu reconhecimento, o fato de existir ou não lucro social apto a ser distribuído. Tal condição é essencial para o surgimento do direito que se espera (crédito de dividendo), em relação ao qual o direito expectativo é fonte da legítima expectativa de seu surgimento³⁷. Evidente se revela, portanto, que os negócios jurídicos que tenham por objeto a cessão do direito ao dividendo expectativo ou do direito expectado (crédito) aos dividendos terão, indubitavelmente, condições de eficácia absolutamente distintas, tema que será aprofundado no Subcapítulo 3.4.

3.3. Terceiro Perfil: Direito de Crédito

O terceiro e último perfil do direito aos dividendos refere-se ao direito expectado (Cf. Subcapítulo 3.2). Vale dizer: o direito de crédito que o acionista passa a deter em relação à companhia em virtude da distribuição de dividendos aprovada pela assembleia geral³⁸.

³⁶ “O art. 118 é tautológico: se o direito é o efeito suspenso, não se adquiriu, ainda, o direito. Mas isso não quer dizer que não exista o direito expectativo: o que ainda não se adquiriu foi o direito, “a que ele (o negócio jurídico) visa” (art. 118); o negócio jurídico produz efeitos, dentre os quais está o direito expectativo; não produz o efeito, que é o direito “visado”, ou de que decorrerá o direito “visado”. O art. 118 de modo algum exclui que, nos negócios jurídicos em que se estabeleça depender da condição a eficácia e nessa eficácia se compreenda o direito, a que eles visam, ou dela decorra, não exista o efeito a que se chama “direito expectativo”. Tal efeito se chama direito, porque direito é; não importa o nome (o art. 121 di-lo “eventual”). (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 353).

³⁷ “Com efeito, em bom rigor, o acionista, pelo simples facto de o ser, é, em princípio, titular de uma expectativa juridicamente tutelada que incide sobre os lucros de balanço como coisa futura, a qual, com a formação destes, se torna um direito subjectivo. Atente-se em que não é a própria posição do acionista que é futura, mas apenas o seu objeto: o direito, enquanto mecanismo de regulamentação de interesses, está já numa primeira fase de formação, aguardando a existência do objeto para a plena formação do juristema.” (CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. pp. 105-106).

³⁸ “Há que se manter, por certo, perfeitamente distintos o direito à periódica distribuição dos lucros e o direito

Trata-se, portanto, do terceiro momento formativo dos lucros sociais, conforme identificado por Fábio Konder Comparato³⁹, no qual o lucro deixa de ser riqueza interna à companhia e transforma-se em passivo exigível e irrevogável⁴⁰.

O art. 205, *caput*, da LSA determina que o credor de dividendos será aquele que figurar como proprietário ou usufrutuário da ação, na data do ato de declaração da assembleia geral que aprovar a distribuição dos lucros sociais. A titularidade, tanto originária quanto derivada, deverá ser confirmada por meio dos registros lançados nos livros sociais da companhia (*Livro de Registro de Ações Nominativas*) ou nas escriturações mantidas pela instituição financeira custodiante das ações. Essa regra tem o claro propósito de facilitar a determinação do titular do direito de crédito de dividendo, evitando que se estabeleçam situações de dúvida quanto a quem este crédito deve ser pago⁴¹, bem como o montante total que ele deverá receber⁴².

aos dividendos já deliberados, ao qual, de maneira uniforme, a doutrina reconhece a natureza de direito de crédito, enquanto o primeiro não fruiria nem de natureza de direito de crédito nem de direito obrigacional, mas de direito pessoal corporativo.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 309).

³⁹ Cf. Nota de Rodapé nº 44 do Capítulo 02, Subcapítulo 2.3.2.

⁴⁰ Nesse sentido, conferir PITA, Manuel António. *Direito aos Lucros...*, Ob. Cit. p. 81, para quem é ineficaz a deliberação assemblear que determina a revogação de dividendos já regularmente declarados e constituídos. Tal característica não impede, contudo, que cada acionista, oportuna e individualmente, renuncie ao seu direito de crédito em benefício da companhia, se assim desejar.

⁴¹ Cf. PIVA, Luiz Carlos. *Lucros, Reservas e Dividendos*, ‘in’ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. II, Ob. Cit. pp.1728-1729.

⁴² Questão bastante importante pode ser levantada nos casos dos titulares de ações que foram emitidas em momentos distintos ou que, mesmo quando emitidas em um mesmo momento, não tenham sido ainda integralizadas, total ou parcialmente. O ponto que se coloca em discussão é saber, portanto, se deve existir diferenciação no quanto de dividendo será distribuído (ou creditado) aos acionistas que detenham o mesmo número de ações (de espécies e classes similares), embora um deles possa ter ações que foram emitidas ao longo do exercício social ou que não sido totalmente integralizadas, enquanto outro detenha ações antigas (anteriores ao exercício social em vigor) e que já foram totalmente integralizadas. No caso das ações emitidas ao longo do exercício social, a posição predominante vai no sentido de se determinar quanto os valores relativos à integralização dessas ações contribuam para os resultados do exercício: se tiverem sido relevantes, então admitir-se-ia o pagamento integral dos dividendos devidos àquelas ações; mas, não sendo relevantes, então os dividendos deveriam ser pagos de forma proporcional ao período do exercício social a partir do qual a companhia já passou a dispor dos referidos recursos (nesse sentido, ver: ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 82-83). No caso das ações não integralizadas, as posições doutrinárias já são mais discordantes. Há aqueles que entendem que as ações não integralizadas ou apenas parcialmente integralizadas devem receber dividendos proporcionais ao quanto foi de fato contribuído pelo acionista à companhia, independentemente de qualquer previsão estatutária (nesse sentido, ver: CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. III, Ob. Cit. p. 981), outros que defendem a possível reversão dos dividendos (na proporção que for aplicável) para o pagamento do montante que permanece pendente de integralização pelo respectivo acionista (nesse sentido, ver: ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 83-84) e também o grupo (com o qual nos filiamos) que entende serem os dividendos alocados de forma igualitária entre todas as ações, independentemente destas estarem integralizadas ou não, exceto quando disposto de maneira diversa no próprio estatuto social (nesse sentido, ver: PIVA, Luiz Carlos. *Lucros, Reservas e Dividendos*, ‘in’ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. II, Ob. Cit. pp.1729-1730). A cláusula estatutária que estabelecesse uma proporcionalidade na distribuição de dividendos, em razão da integralização total ou parcial, criaria, inclusive, um critério diferenciado de distribuição dos lucros entre os

Nesse sentido, pouco importa, para fins de pagamento do crédito de dividendo, se o acionista, após a deliberação que aprovou a distribuição dos lucros, alienar suas ações ou sobre elas constituir usufruto em benefício de terceiros. Os adquirentes ou usufrutuários das respectivas ações irão se beneficiar dos dividendos futuros que vierem a ser apurados e distribuídos, mas a parcela já quantificada e devidamente convertida em crédito deverá permanecer sob a titularidade do antigo titular ou do nu-proprietário, conforme o caso.

Essa regra, contudo, precisa ser analisada com cuidado e de forma integrada aos demais institutos jurídicos. Vista de forma apressada, pode se ter a (falsa) visão de que apenas o acionista ou usufrutuário da ação terão direito ao crédito de dividendo, quando este vier a ser aprovado, mas tal conclusão está longe de ser verdadeira. Isso porque é perfeitamente possível que tanto o acionista quanto o usufrutuário de ações realizem negócios jurídicos de cessão de crédito, nos termos dos arts. 286 e ss. do CCBra. Nessas hipóteses, a companhia estará obrigada, desde que devidamente notificada da cessão, conforme determina o art. 290 do CCBra, a efetuar o pagamento não aos acionistas ou usufrutuários das ações, mas a quem estes tiverem cedido seu crédito, sob pena de ter que responder perante o cessionário em decorrência do não pagamento do crédito que lhe era devido. Da mesma forma, existem situações previstas na LSA em que se admite disciplina diversa quanto à titularidade do direito do acionista ao dividendo, de tal forma que os pagamentos dos créditos resultantes deste direito precisam ser feitos a quem a referida titularidade tiver sido transferida. Sem pretender esgotar o tema em questão, que será analisado em mais detalhes no Subcapítulo 3.4, cabe apenas apontar, a título de exemplo, o caso do penhor de ações, no qual pode ser estabelecido ao credor a titularidade sobre os créditos de dividendos que venham a ser constituídos pela assembleia geral. É claro que, nessa hipótese, existindo registro do penhor nos livros sociais da companhia ou nas escriturações da instituição financeira custodiante, prevendo expressamente o pagamento dos frutos das ações ao credor, é a este, e não ao acionista, a quem devem ser pagos os dividendos. Assim, a regra contemplada no *caput* do art. 205 da LSA deve ser interpretada de maneira coerente com as faculdades jurídicas de disposição garantidas aos acionistas, e jamais no sentido de justificar uma eventual limitação à celebração de negócios jurídicos de cessão entre os sócios (ou usufrutuários) e seus respectivos cessionários.

O § 2º do art. 205 da LSA especifica que os dividendos das ações em custódia

sócios (distinto da tradicional proporcionalidade entre o número de ações), sem causar qualquer desequilíbrio societário que pudesse resultar em um pacto leonino (Cf. argumentamos no Subcapítulo 2.3.2).

bancária ou em depósito deverão ser pagos pela companhia à instituição financeira depositária, que ficará encarregada de repassá-los aos titulares das ações depositadas. No entanto, se tais titulares notificarem a instituição financeira acerca da ocorrência de algum negócio jurídico de disposição envolvendo os créditos de dividendos, esta deverá então pagar os referidos créditos diretamente aos terceiros com quem os acionistas ou usufrutuários das ações tenham negociado, sob pena de ter que responder pelo pagamento indevido. A existência da instituição financeira depositária faz com que o risco do pagamento indevido seja retirado, portanto, da companhia, facilitando sobremaneira as operações comerciais nos mercados financeiros e de capitais.

Uma vez constituído o direito de crédito, determinado o seu montante e definido o titular que fará jus ao seu pagamento (que pode não ser o acionista ou o usufrutuário, caso estes tenham realizado negócios jurídicos de disposição em relação aos créditos de dividendos a eles declarados e constituídos), é importante definir ainda o prazo e a forma como o crédito de dividendo será pago.

Em relação ao prazo, o § 3º do art. 202 da LSA atribui relativa liberdade à assembleia geral, sendo permitido especificar qualquer período entre a data de constituição do crédito de dividendo em favor do acionista e a data de seu efetivo pagamento, desde que esse período fique compreendido dentro do exercício social em que o lucro social foi apurado e distribuído aos acionistas. Não havendo especificação expressa de uma data para que o direito a crédito de dividendo seja convertido em efetivo crédito (já recebido pelo acionista), a LSA impõe o prazo limite de 60 (sessenta) dias.

Já quanto à forma, o § 1º do art. 205 da LSA determina seu pagamento mediante depósito em conta ou em cheque nominativo. Tal regra tem proporcionado divergências doutrinárias, existindo aqueles que defendem a impossibilidade do pagamento dos dividendos em outra forma que não em dinheiro⁴³, aqueles que entendem ser possível a prática de pagamento dos dividendos *in natura*, admitindo, inclusive, que tal decisão seja retirada do âmbito deliberativo dos acionistas e transferida para a administração⁴⁴, e também

⁴³ “O pagamento de dividendos e bonificação somente pode ser feito em moeda corrente nacional. Tão só o pagamento em dinheiro permitirá à sociedade desobrigar-se em relação ao dividendo em assembleia geral. Ainda que no direito estrangeiro se admita, mediante a concordância de acionista-credor, o pagamento de dividendos em outra moeda, ou seja, em espécie, em nosso direito essa faculdade nunca foi admitida. (...) Não pode, em consequência, o estatuto dispor ou prever a faculdade de dividendos que não em dinheiro. Também é vedado à assembleia geral, sob pretexto de falta de disponibilidade, determinar o pagamento em espécie de dividendos referentes ao respectivo período.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. III, Ob. Cit. p. 980).

⁴⁴ “Diante da omissão dos textos legais, tem-se indagado sobre a possibilidade jurídica do pagamento de dividendos em bens não pecuniários, no direito brasileiro das sociedades por ações. Não vejo em tese,

os que determinam existir formas legalmente distintas de pagamento, a depender do tipo de dividendos a que se refere⁴⁵.

Essa discussão é bastante relevante não apenas porque busca estabelecer possíveis soluções para os casos de potenciais abusos societários advindos do pagamento dos dividendos por outra forma de bens ou direitos, que não em dinheiro, mas também porque resulta em reflexos importantes nos casos em que o direito ao crédito de dividendo é cedido

*ilegalidade alguma numa deliberação desse tipo. (...) Observada porém, essa regra fundamental [intangibilidade do capital social], nada impede que a companhia pague aos acionistas o dividendo distribuído não sob a forma de dinheiro, mas de bens de outra natureza.”. (Acréscimo nosso) (COMPARATO, Fábio Konder. *Nota Sobre o Pagamento de Dividendos In Natura*, ‘in’ *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981. pp. 165-166). O autor defende ainda a possibilidade de que a decisão em relação à forma de pagamento do dividendo seja atribuída à administração da companhia, que é o órgão que teria condições de melhor gerir financeiramente a companhia. Tal atribuição de competência seria legítima desde que se limitasse à decisão da forma de pagamento dos dividendos, não se estendendo, por óbvio, à decisão alocativa do lucro social em si. Adicionalmente, Fábio Konder Comparato argumenta ainda não ser preciso defender a impossibilidade do pagamento do dividendo em bens distintos de dinheiro para se coibir os abusos impostos aos minoritários. É certo, portanto, que se o controlador determina o pagamento dos dividendos em bens sem liquidez ou valor de mercado, a decisão assemblear que o formalizou pode ser impugnada, de forma que aos acionistas sejam pagos recursos financeiros (dinheiro). No mesmo sentido de Fabio Konder Comparato, ver ainda: EIZIRIK, Nelson. *Dividendos. Pagamento In Natura ou Parcelado em Moeda Corrente*, ‘in’ *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.*

⁴⁵ Para Bruno Robert, as posições defendidas por Modesto Carvalhosa e Fabio Konder Comparato pecam por considerar os extremos e por não diferenciar os distintos tipos de dividendos previstos na LSA. Dessa forma, em relação aos dividendos extraordinários (ou facultativos), o autor entende ser possível que a maioria assemblear ou dos órgãos de administração, independentemente de disposição estatutária, decidam pelo pagamento do dividendo em outros bens e riquezas, que não em dinheiro. O mesmo ocorreria no caso dos dividendos por ele chamado de diferenciais, que seriam devidos às ações preferenciais. No entanto, no que se refere ao dividendo mínimo obrigatório, a situação já seria distinta, cabendo apenas o pagamento em dinheiro, exceto quando houvesse decisão assemblear unânime em sentido contrário. Duas razões essenciais determinam o especial tratamento atribuído aos dividendos mínimos obrigatórios: (1) esses dividendos foram instituídos para evitar abusos da maioria contra a minoria, razão pela qual existiria um menor grau de discricionariedade não apenas quanto à sua distribuição, mas também quanto à forma de seu pagamento; e (2) não existira razão para o pagamento do dividendo mínimo obrigatório ocorrer na forma de outro bem que não em dinheiro, pois, se a companhia está em condições financeiras ruins a ponto de não poder distribuí-los, pode se valer das disposições dos arts. 195 e 195-A, bem como dos §§ 4º e 5º do art. 202 da LSA, para impedir o seu pagamento; mas, ao não fazer uso de tais instrumentos, acabou por reconhecer a situação econômica favorável e, portanto, a capacidade de pagar o dividendo mínimo obrigatório em dinheiro (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 170-172). A nosso ver, a posição de Bruno Robert é inteligente e serve como contraponto interessante às visões mais extremistas defendidas pela doutrina. No entanto, como possível crítica, não pode deixar de ser indicado o fato de que os eventuais abusos decorrentes do pagamento de dividendo *in natura*, inclusive no caso de dividendos mínimos obrigatórios, podem ser reprimidos por outros mecanismos jurídicos (p. ex. abusos de direito, invalidação da deliberação assemblear, etc.), distintos da proibição pura e simples do seu pagamento *in natura*. Ademais, o simples fato de a companhia ter liquidez para pagar o dividendo mínimo obrigatório não é razão suficiente para se afastar a possibilidade do seu pagamento sob outra forma, que não em dinheiro. Afinal, a gestão financeira do caixa da companhia é uma atividade complexa, que não pode ser simplificada pela avaliação “ter dinheiro vs. não ter dinheiro”. É possível que mesmo tendo recursos em caixa, a companhia necessite de tais recursos para fins de gestão do capital de giro, sendo legítima a escolha de outras formas de pagamento do dividendo mínimo obrigatório sempre que houver causa financeira para tanto. Por essa razão, preferimos nos filiar à posição de Fábio Konder Comparato, tendo como possível o pagamento de dividendos *in natura*, independentemente do tipo de dividendos que se tem em foco. Essa opção, contudo, não elimina os riscos de abusos da maioria ou dos administradores (que devem, por isso, serem coibidos) e proporciona maior complexidade no processo de excussão das garantias que tem o direito aos dividendos como seu objeto, conforme será oportunamente analisado.

a terceiros, em garantia de outra relação creditória. Na medida em que a prática do pagamento dos dividendos em outros bens ou direitos é aceita no cenário jurídico brasileiro, seja para todos os tipos de dividendos ou apenas para alguns desses tipos, abre-se a possibilidade de que o credor de uma cessão fiduciária de direito aos dividendos venha a receber, na excussão de sua garantia, bens sem um valor intrínseco inquestionável (tal como ocorreria se o pagamento do dividendo fosse feito em dinheiro), forçando-o a levar o respectivo bem a leilão judicial ou extrajudicial, ao invés de poder ficar com ele em caráter definitivo e sem que tal situação pudesse ser tida como uma violação à proibição do pacto comissório (tema que será retomado no Subcapítulo 10.2 deste trabalho).

3.4. Destaque e Cessão do Direito do Acionista aos Dividendos

Feita à inevitável análise das semelhanças e distinções que fundamentam o direito aos lucros sociais e o direito aos dividendos, é preciso agora retomar a discussão apresentada no Subcapítulo 1.2.3 e analisar sob que perspectivas ou perfis o direito do acionista aos dividendos pode ser objeto de cessão, bem como se, ao realizar a referida cessão, estar-se-á a promover ou não um destaque ilegítimo de direitos inerentes à ação.

Conforme visto nos Subcapítulos 3.1, 3.2 e 3.3, o direito aos dividendos pode ser encarado sob três diferentes perfis ou perspectivas, cujas principais características são resumidas nos seguintes termos:

Quadro 3.4(a) – Perfis e Características do Direito aos Dividendos

Direito aos Dividendos	
1º Perfil: Direito Societário-Patrimonial	
Existência / Surgimento	A partir da aquisição do <i>status socii</i> .
Natureza	Político e Patrimonial.
Elementos Principais	Trata-se de direito inderrogável e irrenunciável, pois se refere à própria aptidão do acionista em determinar, sem direito de oposição da administração ou de terceiros, como prefere participar dos lucros sociais, sendo uma dessas formas de participação o recebimento de dividendos.
Fonte do Direito	A própria participação societária. Trata-se de um dos direitos <u>inerentes</u> que compõem a posição ativa do <i>status socii</i> .
Referências Tradicionais	Frequentemente referido como “direito aos lucros”, devido aos possíveis significados que o termo “lucro” pode assumir no contexto jurídico.
Melhor Referência	Para referência ao direito aos dividendos em seu primeiro perfil, preferimos utilizar as seguintes denominações (sempre em letras maiúsculas): “ <i>Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos</i> ” ou, simplesmente, “ <i>Direito aos Dividendos</i> ”.
2º Perfil: Direito Expectativo	
Existência / Surgimento	A partir da aquisição do <i>status socii</i> .
Natureza	Patrimonial.

Elementos Principais	Trata-se de direito que permite a aquisição de um novo e futuro direito, de caráter puramente patrimonial. É do direito expectativo que surge a expectativa juridicamente tutelada do acionista de adquirir, a partir do exercício do <i>Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos</i> , o <i>Direito de Crédito de Dividendos</i> .
Fonte do Direito	A própria participação societária. Trata-se de um dos direitos <u>inerentes</u> que compõem a posição ativa do <i>status socii</i> .
Referências Tradicionais	O direito expectativo aos dividendos também é comumente referido como um “direito abstrato”, visto que sua existência é reconhecida mesmo antes da formação, apuração e distribuição dos lucros sociais.
Melhor Referência	Para referência ao direito aos dividendos em seu segundo perfil, preferimos utilizar a seguinte denominação (sempre em letras maiúsculas): “ <i>Direito Expectativo aos Dividendos</i> ”.
3º Perfil: Direito de Crédito	
Existência / Surgimento	A partir da formação, apuração e distribuição dos lucros sociais, conforme definida em assembleia geral ordinária.
Natureza	Patrimonial.
Elementos Principais	Trata-se de direito de crédito, passível de cessão nos termos do CCBra.
Fonte do Direito	A própria participação societária. No entanto, diferentemente dos casos observados nos demais perfis, trata-se de um dos direitos <u>decorrentes</u> da (e não inerentes à) posição ativa do <i>status socii</i> .
Referências Tradicionais	Frequentemente referido como “direito concreto” aos lucros sociais, tanto em razão dos possíveis significados que o termo “lucro” pode assumir no contexto jurídico, quanto pelo fato de já existir lucro formado, apurado e distribuído.
Melhor Referência	Para referência ao direito aos dividendos em seu terceiro perfil, preferimos utilizar a seguinte denominação (sempre em letras maiúsculas): “ <i>Direito de Crédito de Dividendos</i> ”.

Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos. Primeiramente, há que se afastar a pretensão de destacar e transacionar de maneira autônoma da ação o Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos. Este é um direito inerente ao *status socii*, essencial ao seu pleno funcionamento, que garante aos sócios a aptidão para participarem dos lucros sociais por meio de recebimento de dividendos, sempre que assim determinarem em assembleia geral. Dessa forma, tem total razão Fabio Konder Comparato⁴⁶ ao afirmar que o art. 109, I, da LSA, apesar de se referir, genericamente, a um direito de “*participar dos lucros sociais*”, contempla, elipticamente, o direito dos acionistas de escolher entre as diferentes formas de realizar essa participação, quais sejam: (i) recebimento de dividendos, (ii) valorização do preço das ações (direito aos lucros sociais em sentido estrito) e (iii) reinvestimento do lucro para apuração definitiva em liquidação do patrimônio social (tratado de forma mais específica no art. 109, II, da LSA). Sendo assim, destacar o Direito Societário-Patrimonial ao Dividendo da ação da qual decorre seria o mesmo que tornar a participação social a ela relativa desprovida da possibilidade de que os sócios escolham entre, de um lado, receber dividendos ou, de outro, auferir vantagens patrimoniais a partir do reinvestimento do lucro social. Na realidade, admitida a renúncia ou o destaque definitivo (seguido da respectiva

⁴⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *Lucros Sociais, Participações...*, Ob. Cit. p. 152.

cessão) deste direito por todos os sócios, teríamos uma situação em que eles continuariam participando do processo apurativo dos lucros e influenciando a maneira com eles seriam alocados internamente na companhia, mas não poderiam determinar o seu pagamento, na forma de dividendos, pois tal prerrogativa, fundada no Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos, teria sido renunciada ou transferida a um terceiro. Seria, em última instância, dar letra morta à própria definição do contrato de sociedade, que pressupõe a realização de uma atividade lucrativa e a distribuição de seus resultados a todos os sócios. Trata-se de uma situação tão absurda e de evidente confronto com a sistemática societária, que, não sem razão, deve-se alocar o Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos no rol dos direitos essenciais dos acionistas.

Em Portugal, onde a doutrina examinou com profundidade as hipóteses do destaque dos direitos inerentes para fins de sua comercialização de forma autônoma da ação, a visão sustentada acima seria corroborada, por duas razões. Primeiro porque o Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos apresenta um caráter dúplice em sua natureza, ou seja, é patrimonial, mas também político, já que se refere a uma aptidão de escolha na forma de participação dos lucros sociais que cabe apenas aos acionistas realizarem. Por mais que a discussão em torno dos direitos aptos a serem destacados seja complexa, a posição majoritária da doutrina portuguesa caminha no sentido de entender como não destacáveis da ação os direitos desprovidos de um caráter puramente patrimonial⁴⁷. Segundo, e mais importante, é preciso que o destaque do direito não prive de conteúdo o direito principal⁴⁸. Ora, se o direito principal é a participação social (consubstanciada na ação), e se esta pressupõe a distribuição (ou ao menos a escolha quanto à distribuição) dos lucros sociais (art. 981 do CCBra), é evidente que o destaque e a cessão definitiva do Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos – que permite, justamente, que parte desta escolha seja mediante o recebimento de dividendos – resultariam em uma privação do conteúdo fundamental da ação, capaz de colocar em dúvida a própria natureza da participação social detida agora pelo

⁴⁷ Conforme argumenta Jorge Costa Santos: “O fundamento deste requisito [caráter patrimonial do direito] é evidente: por um lado, só direitos com conteúdo econômico são facilmente negociáveis e só eles podem dar origem a um mercado de dimensões razoáveis.” (SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 64). Nesse mesmo sentido, ver: (i) COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão...*, Ob. Cit. pp. 75-76; (ii) VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 173; e (iii) SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 165. Em sentido contrário, admitindo, portanto, o destaque de direitos políticos, em razão, principalmente, da alteração legislativa promovida no Código de Valores Mobiliários português, ver: ESTACA, José Marques. *O Destaque dos Direitos de Voto...*, Ob. Cit. pp. 1352-1361.

⁴⁸ (i) VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 173; e (ii) SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 67.

seu titular: continuaria ela a ser societária (no sentido estrito do termo) ou teria sido transformada em outra forma de organização finalística privada (p. ex. uma associação)? Em nosso entendimento, não há dúvidas de que a natureza da participação social seria alterada, significando uma cisão ilegítima de direitos, não autorizada pelo disposto no art. 28 da LSA, razão pela qual a eventual vontade de transferir ou renunciar o Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos deve ser dar sempre por meio da cessão ou renúncia da participação social (a ação) em si mesma.

Direito de Crédito de Dividendos. Em relação ao Direito de Crédito de Dividendos, há uma situação diametralmente oposta. Tem-se aqui um direito (concreto) que já surgiu na esfera patrimonial do acionista, em virtude da deliberação assemblear que o constituiu, e que coloca o seu titular em uma posição diferente daquela inerente ao *status socii*. Trata-se de uma relação de credor e devedor, e não mais de acionista e sociedade. Por isso, mais correto de que qualificar o Direito de Crédito de Dividendos como um direito inerente à participação social (e, portanto, à ação), é qualificá-lo como um direito dela decorrente, de tal maneira que a ideia de destaque do direito, em seu sentido mais técnico, sequer seja a ele plenamente aplicável.

Conforme antecipado no Subcapítulo 1.2.3, o ‘destaque’ e a respectiva cessão de qualquer direito patrimonial concreto – e, em especial, do Direito de Crédito de Dividendos – em nada prejudicam a completude da participação social da qual decorrem, sendo pacífica a sua possibilidade, sem que qualquer prejuízo à integralidade da ação possa ser alegado. A razão para isso se deve, é claro, não apenas ao fato do Direito de Crédito de Dividendos se revestir de conteúdo patrimonial evidente, mas também por não determinar a extinção ou a substituição do valor mobiliário do qual decorre. Este valor mobiliário, mesmo desprovido do Direito de Crédito de Dividendos referente a um certo exercício social, permanecerá garantindo ao seu proprietário (seja ele o próprio acionista original ou um terceiro que tenha adquirido a ação de tal acionista) o direito de participar dos lucros sociais e de vir a se tornar, nos exercícios sociais seguintes, titular de novos e futuros Direitos de Crédito de Dividendos. Não há que se falar, portanto, em qualquer desequilíbrio ou descaracterização da participação social.

Sendo um direito externo à relação social, embora dela diretamente decorrente, o Direito de Crédito de Dividendos será cedido por seu respectivo titular nos termos gerais de cessão de créditos, previstos nos arts. 286 e ss. do CCBra. A cessão do Direito de Crédito de Dividendo pode ser eficaz desde o momento de sua realização, hipótese em que tal direito já

surgiu na esfera patrimonial do acionista (sendo, portanto, um direito de crédito presente), ou pode ter eficácia futura, quando o negócio jurídico da cessão é realizado em relação aos Direitos de Crédito de Dividendos que venham a surgir no futuro (que seria, por isso, direitos de créditos futuros). Voltaremos a essas diferentes hipóteses de cessão ao longo do presente trabalho.

Direito Expectativo aos Dividendos. Se as situações relativas aos outros dois perfis do direito aos dividendos são facilmente identificadas, não proporcionando maiores dificuldades, o mesmo já não pode ser afirmado em relação ao Direito Expectativo aos Dividendos. Afinal, enquanto direito patrimonial, está voltado a permitir que o seu titular venha a adquirir um novo e futuro direito (o Direito de Crédito de Dividendos), ao mesmo tempo em que está diretamente imerso na posição ativa da participação social do acionista, sendo questionável, portanto, a medida em que ele poderia ser cindido da ação e transferido de maneira autônoma. Trata-se da discussão travada na doutrina portuguesa sobre a possibilidade do destaque e da respectiva cessão, de forma segregada da ação, de um direito de caráter abstrato, aqui entendido como aquele que ainda não proporcionou um crédito ao seu titular, mantendo tal efeito (o surgimento do crédito) em caráter ainda potencial ou eventual⁴⁹. Essa discussão, além de colocar em pauta o princípio da incindibilidade da ação⁵⁰, também desperta interesses divergentes: de um lado, o interesse dos investidores, pautado pelo máximo aproveitamento econômico de suas ações; e de outro, o interesse dos mercados, normalmente avessos a desmembramentos casuísticos que resultem na diferenciação dos valores mobiliários e impeçam, ou ao menos dificultem, a sua negociação em mercados organizados e padronizados.

Dentro desse contexto, posicionaram-se, em Portugal⁵¹, contrários à possibilidade da cessão do Direito Expectativo aos Dividendos (ou seja, do direito abstrato – potencial e

⁴⁹ “Muito controvertida é a possibilidade de destacar e transmitir isoladamente e com eficácia erga omnes algum ou alguns dos direitos patrimoniais abstractos inerentes aos valores mobiliários, como, por exemplo, o direito abstracto ao lucro [o qual se prefere referir como Direito Expectativo aos Dividendos] ou à subscrição preferencial de novas ações.” (Acréscimo nosso) (SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 68).

⁵⁰ “(...), a communis opinio nega a possibilidade de destacar e ceder os direitos abstractos, pelo menos por tempo indeterminado, com base nos argumentos de que, de outro modo, se poria em causa a incindibilidade da participação social, se admitiria que os direitos abstractos não integrassem o status de sócio, se aceitaria o destaque e a transmissão de direitos irrenunciáveis e, por outro lado, a sociedade ficaria perante uma pluralidade de sujeitos relativamente à mesma participação social e poderia deixar de revestir finalidade lucrativa quanto aos sócios que destacassem a alienassem todos os direitos patrimoniais.” (SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 69).

⁵¹ A referência à doutrina portuguesa é importante não apenas pela similitude com o nosso Direito, mas também porque a questão do destaque dos direitos inerentes às ações foi bastante discutida no que se refere à caracterização dos valores mobiliários.

eventual – aos dividendos, pois ainda não apurados os lucros sociais, nem aprovados em assembleia a sua distribuição) António Soares⁵², Pedro Pais de Vasconcelos⁵³ e José de Oliveira Ascensão⁵⁴. Para esses autores, a incidibilidade da ação determinaria a impossibilidade absoluta de se destacar direitos a ela inerentes, para fins de sua comercialização autônoma. Dessa forma, o Direito Expectativo aos Dividendos, por ser inerente ao *status socii* e não ter ainda proporcionado o surgimento do Direito de Crédito de Dividendos, não seria passível de cessão, exceto nos casos em que a própria ação servisse de objeto da referida cessão (pois aí haveria a transferência da participação social inteira) ou nas hipóteses expressamente estabelecidas em lei como “exceções” ao princípio da incidibilidade da ação. Pedro Pais de Vasconcelos chega a ser enfático ao sustentar que: *“Podem ser destacados os chamados direitos concretos, já vencidos [surgidos], mas não os chamados direitos abstractos, que são ainda expectativas e que não podem ser separados do direito social.”*⁵⁵ (Acréscimo e destaque nossos). Apesar da confusão conceitual entre direito expectativo e expectativa (cf. Subcapítulo 3.2), resta claro para este autor que a cessão do direito (expectativo) do qual emerge a legítima expectativa do acionista – de se tornar titular do Direito de Crédito de Dividendos – não pode ser realizada, exceto quando ocorre a cessão da ação em si mesma.

A posição sustentada por aqueles que são contrários à cessão do Direito Expectativo aos Dividendos não impede que haja a cessão do Direito de Crédito de Dividendos, na condição de um direito presente ou mesmo futuro. Em outras palavras, a celebração de um contrato de disposição de Direitos de Créditos de Dividendos futuros (isto é, do direito de crédito propriamente dito, quando e se este vier a existir) seria entendida como um negócio jurídico sem eficácia, pelo menos até o momento em que o objeto cedido viesse a existir, ou seja, até que o Direito de Crédito de Dividendos fosse constituído em favor do acionista. Dessa forma, entre a data de celebração do contrato e a data de surgimento do crédito, não seria possível dizer que o acionista transferiu algo e muito menos que o cessionário tornou-se titular de algo. Ambos estão em posição de espera do surgimento do direito. No instante em que este vier a existir (e apenas neste instante), operar-se-ia então a disposição do direito de crédito em favor do cessionário.

⁵² SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. pp. 161-163.

⁵³ VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. pp.167-176.

⁵⁴ ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito Comercial*. Vol. IV. Lisboa: Almedina, 2004. p. 253.

⁵⁵ VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 174.

No Brasil, seguindo a linha da não possibilidade de cessão do Direito Expectativo aos Dividendos, colocam-se Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, para quem: *“A ação não pode ser cindida por ato negocial, mas o princípio da incidibilidade não impede os negócios mediante os quais o acionista contraia, perante terceiros, obrigações de fazer relativas aos direitos conferidos pela ação, desde que não se configure divisão da participação, ou cessão em separado, de algum dos seus elementos. Assim, é válido o contrato pelo qual o acionista se obriga a pagar a terceiros, no todo ou em parte, os dividendos que a companhia vier a distribuir em determinados exercícios, mas essa obrigação não confere ao credor direitos sobre a ação e nem contra a companhia.”*⁵⁶ (Destaques nossos). Em outras palavras, os autores defendem a cessão dos dividendos como um negócio jurídico condicionado, de influência exclusiva entre as próprias partes, que não se reveste de efeitos dispositivos, mas meramente obrigacionais, até o surgimento definitivo do Direito de Crédito de Dividendos.

No entanto, seguindo uma linha interpretativa diversa, a fim de defender a possibilidade do destaque e da comercialização autônoma do Direito Expectativo aos Dividendos, sem que tal ato resulte em uma cisão ilegítima da ação, posicionam-se outros autores importantes, no Brasil e no exterior.

Jorge Costa Santos entende ser possível não apenas a cessão do direito já deliberado aos lucros sociais (Direito de Crédito de Dividendos), mas também de um direito à distribuição periódica de dividendos em relação a determinados exercícios sociais futuros (Direito Expectativo aos Dividendos)⁵⁷. Na tentativa de compatibilizar a sua visão com o princípio da incidibilidade da ação, o autor argumenta ainda que esse segundo direito seria, na verdade, decorrente de um abstrato direito aos lucros sociais, não sendo ele próprio, portanto, um verdadeiro direito abstrato⁵⁸. Isso, contudo, não se revela correto, pois se a abstração é uma referência aos direitos que permitem o surgimento futuro de um novo e

⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. p. 220.

⁵⁷ “Nestes termos, e exemplificando, o direito abstracto aos lucros não é destacável, mas já o é o direito à distribuição periódica de dividendos quanto a determinados exercícios futuros, para além, claro está, do direito ao dividendo já deliberado. (...). Em síntese, afigura-se que os direitos de conteúdo económico inerentes aos valores mobiliários que destes se podem destacar são os direitos concretos ou activados cujo exercício não implique a extinção do valor mobiliário e os direitos a deliberar que dimanem dos direitos abstractos.” (SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 70).

⁵⁸ “Sem embargo, pode admitir-se o destaque e a transmissão de direito que dimanem desse direito abstracto. Tal transmissão configura-se, então, como tendo por objeto um direito futuro e, por conseguinte, como condicional. Assim sendo, não se verifica nem o destaque nem a cedência de um verdadeiro direito abstracto: o que ocorre é o destaque e a cedência de futuros direito concretos.” (SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 69).

distinto direito (de natureza creditória), evidente é que o Direito Expectativo aos Dividendos também coloca-se nesse conjunto. Dessa forma, ao admitir a possibilidade de cessão do Direito Expectativo aos Dividendos, há que se admitir também a própria cessão do conteúdo da ação, atribuindo direitos inerentes à participação social para pessoas distintas do acionista. Não é possível defender essa posição sem enfrentar os problemas que ela suscita, razão pela qual, embora correto em sua conclusão, Jorge Costa Santos falha nas razões que a justificam.

Também como defensor da ideia do destaque e da cessão do Direito Expectativo aos Dividendos colocou-se Filipe Cassiano dos Santos, para quem é admissível não apenas a cessão do Direito de Crédito de Dividendos, seja enquanto crédito futuro ou presente, como também do Direito Expectativo aos Dividendos, muito embora tome essa posição sem enfrentar diretamente o problema da incidibilidade da ação⁵⁹. Tal conclusão permite conceber que a cessão do Direito Expectativo aos Dividendos, por ser um direito já existente na esfera patrimonial do acionista, e que compõe, na verdade, o universo de direitos inerentes à participação social, transmite-se desde logo para o cessionário, passando a garantir a este, e não mais ao acionista, a possibilidade de adquirir os Direitos de Crédito de Dividendos dele resultantes. Em sentido muito similar ao deste autor, posicionam-se também Luis

⁵⁹ Nas palavras do próprio autor: “o direito abstracto ao lucro periódico [Direito aos Dividendos], se o configurarmos, é sempre um elemento incindível da participação social. Já o direito ao dividendo a deliberar [Direito de Crédito de Dividendos a ser futuramente formado, ou seja, o direito de crédito futuro] será alienável sem a participação, nos termos gerais em que se admite a alienação de direitos ou créditos futuros. Mas o que ora nos interessa particularmente é sublinhar que cindível será também a expectativa juridicamente tutelada [Direito Expectativo aos Dividendos, pois é dele que a expectativa decorre] que se desprende da participação social, reportada a cada exercício social e incidente sobre o lucro a apurar, assim como o será também, numa fase posterior, o direito condicionado [Direito de Crédito de Dividendo presente, oriundo do pagamento dos dividendos mínimos obrigatórios] que surge com a formação do lucro. (...) com efeito, não se vê como é que se explica que o acionista que adquiriu a acção despojada da expectativa juridicamente tutelada, que é o primeiro momento da formação do direito ao lucro do exercício, vem depois a adquirir este direito; por outro lado, a verdade é que, ao contrário do que acontece nas normais situações de créditos futuros, em que não só o direito é futuro como não há mais do que uma simples expectativa de facto de que o direito se venha a formar (veja-se o caso paradigmático das rendas futuras dum prédio, cuja cessão se admite mesmo que ele ainda não esteja arrendado – mas, mesmo estando-o, o senhorio não tem expectativa juridicamente tutelada a recebê-las: desde logo, não goza da soluti rententio), no caso de alienação de acção após a cessão do crédito futuro ocorrida ainda antes do encerramento do exercício o acionista aliena também já o embrião do juristema (com alguma imprecisão, mas impressivamente, poder-se-ia dizer que, num caso, direito e objeto são futuros, ao passo que, no outro, o direito é presente e só o objeto [direito expectado] é futuro).” (Acréscimos e Destaques nossos) (CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. pp. 116-117).

Manuel Teles de Leitão Menezes⁶⁰, Ana Sá Couto e Joana Torres Ereio⁶¹, e, ainda, no contexto específico do Direito italiano, Domenico Pettiti⁶².

No ordenamento jurídico brasileiro, Pontes de Miranda é claro ao dispor que os direitos expectativos são transferíveis se o são também os direitos expectados⁶³. Nesse sentido, se o direito expectado é um direito de crédito, que tem a sua cessão amplamente disciplinada nos termos dos arts. 286 e ss. do CCBra, passível de cessão, de acordo com o mesmo regime, é também o direito expectativo relativo a tal direito de crédito. Isso é absolutamente verdadeiro nas relações contratuais bilaterais comuns, nas quais as partes têm ampla liberdade de atuação na gestão das riquezas por elas produzidas e negociadas. No entanto, no campo do Direito societário, no qual existe a regra da incidibilidade da ação (art. 28 da LSA), a conclusão no sentido de que o *‘Direito de Crédito de Dividendos é de caráter patrimonial e suscetível de cessão nos termos dos arts. 286 e ss. do CCBra, razão pela qual o Direito Expectativo aos Dividendos, por proporcionar legítima expectativa na aquisição de crédito futuros, também deve ser assim reconhecido’* somente será verdadeira, em linha com as lições expostas por Pontes de Miranda, se existirem expressas disposições legais que concedam margens para concluir pela possibilidade de seu destaque em relação à ação e se – não sendo tal previsão legal bastante específica e pontual, a exemplo do que ocorre no caso do usufruto, do penhor e da alienação fiduciária das ações – forem verificados em relação a esses direitos destacados o cumprimento de requisitos mínimos, capazes de promover uma cessão legítima da ação.

Nesse sentido, é importante lembrar que, além dos casos das garantias de caráter real e dos direitos reais de fruição, nos quais o ordenamento jurídico brasileiro permite a segregação de certos direitos da ação entre diferentes indivíduos, o art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976 prevê, como um tipo de valor mobiliário, os “*cupons, direitos, recibos de*

⁶⁰ “Assim, se o cedente já dispôs dos rendimentos futuros de uma participação social, previamente a ter disposto dessa mesma participação social, é o primeiro adquirente e não o segundo o titular desses rendimentos.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de Créditos*. Coimbra: Almedina, 2005. p. 439). A conclusão a que chega esse autor apenas se revela possível e aceitável, se for admitida que já houve cessão de direito (expectativo) desde o momento inicial da operação, e não apenas no futuro, quando os lucros forem apurados e distribuídos entre os sócios. Transferido o Direito Expectativo aos Dividendos, transfere-se, conforme visto no Subcapítulo 3.2, o direito para adquirir outro direito (o Direito de Crédito de Dividendo), o que explica a razão pela qual a posterior disposição da ação não pode afastar a anterior disposição do direito a ela inerente.

⁶¹ COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão...*, Ob. Cit.78.

⁶² PETTITI, Domenico. *Contributo allo Studio e Diritto dell’Azionista ao Dividendo*. Milão: Giuffrè, 1957. pp. 153-155.

⁶³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 402.

subscrição e certificados de desdobramento relativos a valores mobiliários”, entre os quais incluem-se as ações. É claro que a definição de valor mobiliário pretendida pela lei implica, antes de qualquer outro aspecto, no reconhecimento da possibilidade de que certos direitos inerentes à ação sejam dela destacáveis e negociados de maneira autônoma. O texto legal, contudo, não apresenta qualquer critério adicional para que tal destaque se efetive, razão pela qual é possível levantar aqui as mesmas dúvidas enfrentadas em Portugal no que se refere à definição dos direitos inerentes de valores mobiliários que seriam a estes equiparáveis, inclusive no tocante à possibilidade ou não de se destacar e ceder os chamados direitos abstratos. Independentemente das conclusões, é inegável que este dispositivo abre campo para possíveis “exceções” adicionais ao princípio da incidibilidade da ação, não sendo mais possível admitir o usufruto, o penhor e a alienação fiduciária de ações como os únicos institutos aptos a flexibilizarem o disposto no art. 28 da LSA⁶⁴.

Adicionalmente, a própria LSA estabeleceu, em seu art. 26, a possibilidade de que determinados direitos inerentes às ações sejam comercializados de forma independente delas. Afinal, determinou claramente a possibilidade de que a emissão de “cupões” decorrentes das ações⁶⁵ sejam “*relativos a dividendos ou outros direitos*” (Destques nossos). No entanto, novamente, a lei limitou-se a dar a possibilidade (o que já não é pouco) do destaque dos direitos inerentes, deixando ao intérprete a função de determinar quais direitos poderiam ser incorporados aos cupões.

Pois bem, em razão da escassez histórica das hipóteses contempladas no art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976 e, por outro lado, da já bastante rica, mas até certo ponto esquecida, doutrina jurídica pertinente aos cupões de direitos, parece estar nestes últimos o melhor ponto de partida para a definição do aspecto central aqui discutido, qual seja: a perspectiva ou perfil em que o direito aos dividendos pode ser objeto de negócios jurídicos dispositivos.

⁶⁴ A esse propósito, chega a ser mesmo surpreendente como os próprios responsáveis pelo projeto legislativo que resultou na atual LSA tenham esquecido do dispositivo presente na Lei nº 6.385/1976, a ponto de afirmar, tão categoricamente, que: “*O princípio da indivisibilidade compreende o da incidibilidade – a ação, como conjunto de direitos, é indivisível: os direitos que a integram não podem ser destacados do conjunto e atribuídos a diferentes sujeitos (salvo no caso de usufruto, expressamente autorizado pela lei)*” (LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito...*, Vol. I, Ob. Cit. pp. 220). Na realidade, não apenas desconsideraram o art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976, como também os próprios cupões de direitos (discutidos logo em seguida) e as garantias de caráter real sobre as ações (penhor e propriedade fiduciária), em relação aos quais se admite também, dentro de certos parâmetros, a cindibilidade do conteúdo da ação.

⁶⁵ Conforme já argumentado no Subcapítulo 1.2.3, o fato de o art. 26 da LSA estar tacitamente derogado, por força da extinção das ações ao portador no Direito brasileiro, não afasta a sua relevância material, qual seja: a de ser possível ceder para terceiros direitos inerentes às ações, de forma autônoma a elas, seja por qual meio for, desde que sejam observadas as formalidades específicas aplicáveis a cada classe, espécie e tipo de ação. Não é possível se admitir que tal operação fosse possível apenas no contexto das ações ao portador, em função de serem essas as únicas aptas a admitir o cupão.

Pelas razões já expostas, não parece haver dúvidas de que o cupão de dividendo, quando emitido, poderia contemplar, sem dificuldades, o Direito de Crédito de Dividendos, assim como qualquer outro direito de crédito decorrente do *status socii*. Nesse caso, ter-se-ia uma hipótese em que o cupão seria utilizado para circular o direito de crédito já atribuído pela companhia ao acionista, estando essa circulação restrita ao momento da emissão do cupão até a data do efetivo pagamento do crédito. Por outro lado, o Direito Societário-Patrimonial ao Dividendo já não poderia ser cedido via emissão de cupão, por ser essencial à condição de acionista e por ser desprovido de puro conteúdo econômico. Mas em relação ao Direito Expectativo aos Dividendos, a doutrina é discordante sobre o assunto, embora a melhor interpretação fique com aqueles que admitem a sua possibilidade.

Pontes de Miranda é enfático: *“Os cupões de dividendos são documentos de direito eventual (senso próprio, direito que pode acontecer) a dividendos. Cada cupão se refere a determinado ano, em que pode dar-se que haja direitos, ou não os haja. Não se sabe em quanto importarão, nem mesmo se existirão dividendos do a que corresponde o cupão. No momento em que se fixam os dividendos (isto é, em que se diz que os há e qual o percentual) nasce o direito. Esse direito é, portanto, direito de crédito. Assim, precisamos o que se vem expondo na doutrina (e. g., Alberto Vighi. I Diritti individuali degli ocionisti, 176 s.).”*⁶⁶ (Destaques nossos). De forma coerente com sua teoria, Pontes de Miranda não apenas confirma que o Direito Expectativo aos Dividendos (também referido como direito eventual, nos termos do art. 130 do CCBra) pode (na verdade, podia) ser objeto do cupão de dividendo, como confirma ainda que essa era a prática mais comum. O cupão de dividendo era, portanto, um título emitido de forma a garantir ao seu titular o direito de receber os Direitos de Crédito de Dividendos a serem futuramente formados, razão pela qual já incorporava em si mesmo um direito eventual aos dividendos (sendo, por isso, verdadeiro título de crédito), não servindo, portanto, como mero meio de prova para o exercício (recebimento de pagamento) referente a um direito de crédito futuro (hipótese em que ao cupão de dividendo deveria ser reconhecido, necessariamente, a natureza de título de legitimação⁶⁷, ou seja, de um título que

⁶⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo L (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 555-556.

⁶⁷ “A primeira espécie documentos [comprovante de legitimação] é caracterizada pelo fato de poder o devedor efetuar, com eficácia liberatória, a prestação ao apresentante do documento, que se legitima como titular originário do direito ou como *adiectus solutionis causa*. O direito do titular não deriva do documento, mas encontra a própria fonte em um contrato, um *receptum* até, ou, um simples fato, a cujo respeito o documento tem uma função probatória. (...) Enquanto, nos comprovantes de legitimação, que acima lembrei, o possuidor se legitima como *contraente originário* ou como *adiectus solutionis causa*, nos títulos de legitimação quem for possuidor, de acordo com a forma de circulação do título, legitima-se como *cessionário eventual*.”

não incorpora em si mesmo nenhum direito, mas apenas se refere a direito decorrente de um contrato e legitima o seu titular, no caso, o portador do título, ao exercício deste direito).

Seguindo entendimento bastante semelhante ao de Pontes de Miranda, posicionou-se também Tullio Ascarelli, para quem o cupão de dividendo devia ser qualificado como verdadeiro título de crédito, ainda que de direito expectativo (eventual) ao crédito de dividendo⁶⁸. Inúmeras são as consequências relevantes no fato de se considerar o cupão de dividendo como título de crédito. A primeira é o próprio reconhecimento de que o título incorpora em si mesmo um direito (eventual) ao crédito de dividendo (Direito Expectativo aos Dividendos), direito este que foi retirado (ou destacado) da ação e que passou a ser cedido de forma autônoma a ela, segundo as regras gerais pertinentes à circulação dos títulos de crédito, o que serve de evidência importante para a defesa da cessão do Direito Expectativo aos Dividendos no contexto de outros tipos de ações (desde que observadas as formalidades específicas aplicáveis a tais tipos). A segunda consequência importante é a questão da oponibilidade da disposição do direito em relação à disposição da ação. Ou seja, uma vez destacado e cedido o cupão, tinha-se por destacado e cedido também o Direito Expectativo aos Dividendos, de forma que a ação, desprovida do referido direito, era transferida a terceiros, sem que estes pudessem se opor, sob qualquer meio ou forma, à cessão do Direito Expectativo aos Dividendos relativo ao período determinado no cupão. A terceira, e talvez mais importante consequência, é que a transferência do Direito Expectativo aos Dividendos ocorria no exato momento do destacamento e da transferência do cupão, de forma que, com o surgimento do Direito de Crédito de Dividendos, este já nascia no patrimônio do cessionário, e não mais do acionista, pois, afinal, o direito a adquirir direito

(ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos...*, Ob. Cit. p. 231).

⁶⁸ “O “coupon” de dividendos nas ações de sociedades comerciais foi considerado título improprio, por Messineo, pois o crédito ali mencionado seria eventual (isto é, evidentemente, subordinado à deliberação de um dividendo). Esta circunstancia não me parece, no entanto, impedir a existência de um titulo de credito, titulo, naturalmente, de um credito eventual. A autonomia do “cupon”, relativamente à ação (o “coupon” é suscetível também de circulação autônoma), corresponde à autonomia do direito do acionista aos dividendos, relativamente ao seu “status” de acionista. Analoga distinção se encontra nas obrigações, cujos “coupons” representam o direito aos juros, ao passo que o titulo representa o direito ao pagamento do capital. Inclino-me a reconhecer nos “coupons” de ações e nos das obrigações a mesma natureza, (respectivamente causal e abstrata) que vimos nas ações e nas obrigações. Vê-se causalidade do “coupon” considerando que a sociedade pode recusar o pagamento do dividendo ao acionista, desde que seja demonstrado, pela impugnação do balanço, não corresponder a lucros efetivamente realizados. Reconheço títulos de credito, mesmo nos títulos das partes beneficiarias, conhecidas na disciplina das sociedades anônimas no sistema francês e que talvez seriam licitas, também no nosso sistema. Também nessa hipótese se trata de um titulo de credito por uma quantia eventual (em relação aos lucros da sociedade). Cf. no direito brasileiro, Trajano de Miranda Valverde, *Sociedades anônimas*, Rio, 1942, vol. I, pag. 171.” (Destaque nosso) (ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos...*, Ob. Cit. p. 251).

já havia sido cedido anteriormente.

Em linha com essa mesma corrente de pensamento, colocou-se ainda Luiz Gastão Paes de Barros Leães, que também defendia o cupão de dividendo como sendo um título de crédito, no qual está incorporado direito inerente à participação social e que, uma vez cedido a terceiros, ganhava autonomia em relação à ação, não sendo mais de titularidade, portanto, do respectivo acionista⁶⁹. A posição desse autor é importante pois, como visto, ele defende a ideia de que direito aos lucros sociais e direito aos dividendos são o mesmo direito, razão pela qual não poderiam ser renunciados ou derogados. No entanto, tal visão não foi suficiente para impedi-lo de reconhecer a autonomia do Direito Expectativo aos Dividendos e a sua aptidão para ser destacado da ação e cedido a terceiros, sem que isso representasse qualquer infração aos (atuais) arts. 28 e 109, I, da LSA.

Do lado oposto da discussão, defendendo o cupão como mero título de legitimação, pois este se prestaria apenas a servir como meio de exercício do direito futuro que viesse a ser formado, não sendo, por isso, uma hipótese verdadeira de destaque de direitos inerentes da ação, posicionaram-se Messineo⁷⁰, Pedro Pais Vasconcelos⁷¹ e António Soares⁷².

A melhor interpretação fica, contudo, com o grupo que admite a cessão do Direito Expectativo aos Dividendos por meio dos cupões e, por consequência, por outros meios juridicamente equivalentes (p. ex. registro no livro de ações nominativas) para os demais tipos de ações, garantindo ao cessionário efetivo direito de vir a se tornar, diretamente, o titular dos Direitos de Crédito de Dividendos. As razões que permitem essa conclusão decorrem do fato de que o Direito Expectativo aos Dividendos cumpre com os requisitos implícitos no próprio ordenamento societário brasileiro, bem como com aqueles que foram desenvolvidos pela doutrina portuguesa⁷³ ao longo dos últimos anos, para que, uma vez

⁶⁹ “*Êsses cupões, destacados das ações, podem ser negociados, como títulos acessórios que, referindo-se a um direito (ao dividendo) fracionário do direito a que se prende o título acionário (i. é, a qualidade de sócios), podem circular como títulos de crédito, independentes do principal, e até de acordo com uma lei de circulação diversa da que é própria deste. (...) Nessas condições, ocorrida a transferência dessa cédula de uma para outra esfera patrimonial de diferentes sujeitos, o titular do direito ao dividendo, correspondente a determinado período social, não se confundirá mais com o titular da ação de que se destacou, por se tratar de um direito fracionário desta.*” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 326).

⁷⁰ Apud: ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos...*, Ob. Cit. p. 251.

⁷¹ “*(...) os cupões representativos de dividendos, o que parece inverter o princípio da unidade da ação, mas em rigor não o prejudica porque o cupão é apenas um documento de legitimação para cobrança, não destinado à circulação.*” (VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit. p. 169).

⁷² SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit. p. 165.

⁷³ Para uma visão geral das principais características determinadas em Portugal para o destaque de direitos inerentes, ver: (i) SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit.; (ii) VASCONCELOS, Pedro Pais. *Direitos Destacáveis...*, Ob. Cit.; e (iii) SOARES, António. *Direitos Inerentes...*, Ob. Cit.

destacado, não represente uma cisão ilegítima da ação que lhe originou. Esses requisitos são:

a.) Caráter patrimonial. Tanto o art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976, quanto o art. 26 da LSA, pressupõem que o direito apto a circular como um valor mobiliário autônomo no mercado organizado ou enquanto objeto de cessão entre particulares (não apenas na forma de cupão, mas de qualquer outro meio jurídico válido em relação aos demais tipos de ações) deve ter caráter patrimonial. Afinal, não faria sentido que o conteúdo de uma operação comercial seja preenchido com direitos políticos societários, ainda que estes não deixem de ter reflexos econômicos indiretos. Esse requisito é cumprido pelo Direito de Crédito de Dividendos e também pelo Direito Expectativo aos Dividendos do qual aquele decorre. Não por outra razão, o cupão, apesar de aplicável a outros direitos, tinha sua destinação mais evidente na circulação de direitos atrelados aos dividendos.

b.) Finalidade. Assim como no caso das garantias reais ou do usufruto, nos quais admite-se a fragmentação da ação justamente para viabilizar os fins dos referidos direitos, a cisão da ação com base nos arts. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976, e 26, da LSA, também destina-se a uma finalidade própria: permitir o máximo aproveitamento da riqueza relativa à participação social – o que extrapola a simples compra e venda da ação em si mesma – sem que isso traga incertezas ao mercado quanto aos direitos de propriedade relativos à ação. Dessa forma, além de ter claro fundamento patrimonial, é preciso que o destaque e a respectiva cessão do direito tenham uma finalidade bem determinada, a ser verificada desde a simples utilidade econômica da cessão (p. ex. a antecipação de um potencial fluxo futuro de dividendos como forma de financiamento do acionista) até a constituição de uma garantia real com eficácia imediata (algo possível apenas com o Direito Expectativo aos Dividendos, mas não com o Direito de Crédito de Dividendos).

c.) Determinabilidade. Os direitos destacados devem ser bem determinados, de forma a não se ter dúvidas quanto à extensão das prerrogativas atribuídas ao cessionário. No caso do Direito de Crédito de Dividendos, a sua determinação decorre diretamente das demonstrações financeiras e das aprovações alocativas dos lucros sociais especificadas pela assembleia, a partir das quais serão definidos seus valores, prazos e formas de pagamento. Já na hipótese do Direito Expectativo aos Dividendos, há uma situação de incerteza quanto ao lucro (ainda não formado e apurado), bem como quanto às deliberações dos acionistas em relação ao destino dos lucros sociais, o que torna impossível a sua determinação exata no momento da cessão, mas não o estabelecimento dos critérios que permitirão tal determinação tão logo nasça ao seu titular o Direito de Crédito de Dividendo (direito expectado). Por essa

razão, para que seja um destaque legítimo, é fundamental que o Direito Expectativo ao Dividendo contemple um prazo ou um valor em relação ao qual será cedido. Dessa maneira, ainda que seja desconhecido se, quando, como e em que quantia a companhia distribuirá lucros na forma de dividendos, será possível determinar a extensão do Direito Expectativo aos Dividendos cedido a um terceiro e, portanto, a forma e o montante no qual ele se tornará, diretamente, titular dos Direitos de Crédito de Dividendos. É o que ocorreria, por exemplo, no caso da cessão de Direitos Expectativos aos Dividendos para fins de garantia, no qual o credor ficaria como titular desses direitos pelo tempo necessário até que o montante da dívida inadimplida viesse a ser plenamente satisfeito a partir do pagamento de dividendos futuros. Algo similar ocorreria na cessão pura e simples, sem fins de garantia, de Direitos Expectativos aos Dividendos: uma vez satisfeito o fluxo de dividendos previsto como objeto da cessão, o qual, por ser futuro e dependente da situação econômica e jurídica da sociedade, torna impossível estimar o momento exato em que ocorrerá (diferentemente do que se verifica, portanto, com o fluxo financeiro oriundo de um contrato de mútuo, no qual o credor tem previsibilidade dos montantes e dos prazos de pagamento do devedor), o Direito Expectativo aos Dividendos retorna para a ação, passando o acionista a ser novamente o seu titular e a auferir os futuros Direitos de Crédito de Dividendos que vierem a existir.

d.) *Temporalidade*. Em função da sua necessária determinabilidade, o direito inerente apto a ser cedido é também temporário, no sentido de que a ação não pode ser dele privada definitivamente. Após ter cumprido a sua finalidade e atingido os critérios de sua determinação, o direito inerente que fora destacado e cedido precisa retornar à ação, permitindo ao acionista o exercício pleno do seu direito subjetivo à participação social. É o que ocorre no caso da cessão do Direito Expectativo aos Dividendos, seja para fins de garantia ou simples cessão de riqueza: uma vez satisfeito o montante que se pretendeu ceder ao cessionário, o Direito Expectativo aos Dividendos voltará a ser do acionista, cabendo a ele, e não mais ao cessionário, a titularidade sobre os futuros Direitos de Crédito de Dividendos. Dessa forma, há que se afastar a pretensão do acionista de ceder, em caráter oponível a terceiros, inclusive aos futuros adquirentes da ação, o Direito Expectativo aos Dividendos de forma definitiva, pois tal cessão, se admitida, significaria que um terceiro, diferente do acionista, receberia todos os dividendos futuros a serem pagos pela companhia. Tal hipótese, não há dúvidas, transformaria a natureza da participação social, impedindo o seu titular de auferir dividendos, que é uma das formas de participação nos lucros sociais⁷⁴.

⁷⁴ “Pode ser destacado o crédito de dividendos, vencidos ou vincendos, mas determinados. Não tem sentido o

e.) Não extinção ou descaracterização do direito principal do qual são decorrentes. O direito destacado da ação é cedido de maneira autônoma a ela, ainda que revestido de caráter patrimonial, não pode ser tão estruturante à participação social a ponto de, quando exercido, determinar a própria extinção, modificação ou descaracterização da participação social. Assim, p. ex., não pode o direito de converter as ações de uma determinada classe em outra ser destacado, já que tem por resultado promover uma alteração da participação societária, cujos efeitos são aplicáveis apenas ao próprio acionista. Diferente, no entanto, é a situação do Direito Expectativo ao Dividendo, cuja titularidade, quando transferida (nunca em caráter definitivo, cf. requisito (d) acima), não tem por efeito causar qualquer desequilíbrio na estrutura societária, mas apenas a restrição temporária e determinada do acionista ao recebimento dos eventuais Direitos de Crédito de Dividendos.

f.) Publicidade e Oponibilidade. Por fim, diante da inexistência física da ação ao portador, é preciso agora que o direito destacado seja evidenciado a terceiros por outras formas, distintas do antigo cupão de direitos. Para tanto, a resposta mais simples parece evidente: no caso do Direitos de Crédito de Dividendos, basta que haja a notificação à companhia ou ao agente custodiante das ações para que o pagamento seja realizado ao cessionário (art. 290 do CCBra), seguida do registro do contrato de cessão para ter efeitos perante terceiros (art. 221 do CCBra); já na hipótese do Direito Expectativo aos Dividendos, por se tratar de um direito inerente à ação, será preciso o registro de seu destaque e cessão nos livros de registro de ações nominativas da companhia ou do agente responsável por sua escrituração (em linha com o disposto no art. 40 da LSA).

Diante do silêncio da lei quanto aos direitos passíveis de destaque e circulação autônoma, cabe ao jurista a tarefa de defini-los. Essa definição, contudo, precisa respeitar o princípio da incindibilidade da ação (art. 28 da LSA), de forma a criar um sistema equilibrado dentro do ordenamento jurídico societário. A melhor forma de dar voz aos arts. 2º, II, da Lei nº 6.385/1976, e 26, da LSA, é, portanto, permitir o destaque de direitos inerentes à ação, desde que tais direitos satisfaçam os requisitos acima listados. Requisitos esses que, aliás, são os mesmos aplicáveis às garantias de caráter real e ao usufruto, cf. Subcapítulo 1.2.3, com o acréscimo da exigência do caráter patrimonial para o direito a ser destacado, cujo fundamento se justifica por decorrência da própria natureza jurídica do

destaque e negociação separada do crédito de dividendos em termos definitivos. Se fosse possível, ter-se-ia de admitir a criação de um direito social sem lucratividade e uma classe de accionistas sem direito ao lucro, o que corresponderia ao pacto leonino.” (VASCONCELOS, Pedro Pais. Direitos Destacáveis..., Ob. Cit. p. 174).

negócio de cessão de direitos societários. Dessa forma, mais do que estabelecer um regime de exceção ao princípio da incindibilidade da ação, os requisitos acima previstos reforçam o seu caráter obrigatório, já que garantem apenas o destaque de direitos concretos de crédito (que são decorrentes, mas não inerentes à ação) e direitos que, embora abstratos e inerentes à participação social, permitem a aquisição de futuros direitos concretos, de forma finalística, determinada, temporária e com oponibilidade perante terceiros.

Superada a dificuldade eventualmente suscitada em relação à comercialização do Direito Expectativo aos Dividendos – aspecto este fundamental para a análise da cessão fiduciária em garantia do direito do acionista ao dividendo, tendo em vista que, se não fosse admitida a possibilidade de seu destaque, a garantia real sob ele constituída perderia por completo sua efetividade econômica e, conseqüentemente, relevância jurídica –, é possível empreender agora os principais aspectos pertinentes ao contrato de cessão fiduciária de direitos e à titularidade fiduciária em garantia resultante do referido contrato, quando o bem que tomam por objeto está atrelado a direitos relativos aos dividendos societários.

Antes, contudo, vale a sistematização do que se afirmou ao longo deste Capítulo:

Quadro 3.4(b) – Cessão dos Direitos Relativos aos Dividendos

Direitos Relativos aos Dividendos				
Perfil	Direito Essencial do Acionista	Direito Inerente vs. Direito Decorrente da Ação	Destacabilidade e Cessão Autônoma	Efeitos da Cessão Perante Terceiros
Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos	Sim	Inerente	Não	N/A
Direito Expectativo aos Dividendos	Não	Inerente	Sim, se determinável e em caráter não definitivo.	Imediato, no ato da cessão, sendo oponível a terceiros no limite de sua determinação.
Direito de Crédito de Dividendos: presentes (já deliberados)	Não	Decorrente	Sim.	Imediato, visto se tratar de um direito já formado e existente na esfera patrimonial do acionista cedente.
Direito de Crédito de Dividendos: futuros (dividendos a serem deliberados)	Não	Decorrente	Sim.	Ocorre apenas no momento do surgimento do direito de crédito. Enquanto pendente o surgimento, há mera obrigação de cessão futura, não oponível aos eventuais adquirentes da ação.

TÍTULO III
A CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS NO DIREITO
PRIVADO BRASILEIRO

PARTE II

NEGÓCIO JURÍDICO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA:
O CONTRATO DE CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS

CAPÍTULO IV: AS ORIGENS DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

4.1. A Cessão Fiduciária em Garantia Atípica: negócio jurídico indireto, fiduciário ou simulado?

No contexto do atual ordenamento jurídico brasileiro, a cessão fiduciária de direitos, ao menos quando realizada no ambiente de certos mercados específicos, é um negócio jurídico de disposição típico, cuja finalidade é a constituição (a atribuição) de uma garantia real (a titularidade fiduciária) em favor dos credores da relação financeira principal (isto é, o negócio jurídico a ser garantido).

Essa clara qualificação de sua natureza jurídica, que teve seu apogeu – e, portanto, não o seu início – diante da nova redação legislativa contemplada no art. 66-B da Lei nº 4.728/1965¹, nem sempre foi assim tão nítida, o que proporcionou, antes de sua tipificação,

¹ Apesar de o instituto da *propriedade fiduciária*, existente em nosso Direito desde 1965 e atualmente regulado de maneira mais específica nos termos dos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra, contemplar a possibilidade de ter como objeto quaisquer *coisas móveis infungíveis* – sendo certo que no conceito de *bens móveis* do art. 83, III, do CCBra estão inseridos os “*direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações*”, enquanto no conceito de *bens infungíveis* do art. 85 do CCBra estão reunidos todos os bens ou direitos que não apresentam a mesma espécie, quantidade e qualidade – a maior parte da doutrina brasileira nega a possibilidade de se utilizar a propriedade fiduciária (ao menos aquela decorrente do disposto nos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra) com o fim de constituir uma garantia de caráter real sobre direitos de crédito. Nesse sentido, posicionam-se: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 134-135; (ii) SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios*. São Paulo: Almedina, 2012. pp. 74-90; (iii) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. 4ª Edição. Rev. e Atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 355; e (iv) PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. I. 18ª Edição. Rev. e Atual. Rio de Janeiro: Forense, 1995. p. 258. O primeiro desses autores é bastante enfático sobre o assunto: “No que concerne aos *direitos e ações que se consideram móveis por força do art. 48 do Código Civil* [atual art. 83 do CCBra], *não podem eles ser objeto de alienação fiduciária em garantia. Poderão sê-lo de cessão fiduciária propriamente dita (a que resulta de verdadeiro negócio fiduciário), ou, quando for o caso, da cessão fiduciária a que aludem os arts. 22 e 23 da Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965, e o art. 43 do Decreto-lei nº 70, de 21 de novembro de 1966.*” (Acréscimo e destaques nossos). Embora José Carlos Moreira Alves tenha manifestado sua posição ainda na vigência da versão original do art. 66 da Lei nº 4.728/1965, é preciso lembrar que foi ele o autor do projeto dos dispositivos legais que estão atualmente em vigor nos termos dos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra, de tal forma que não há qualquer motivo que permita o entendimento de que seu pensamento possa ter sido alterado quando da entrada em vigor do CCBra. Pelo contrário, toda a regulação do instituto da propriedade fiduciária, tal como contemplada no atual diploma legal, corresponde, conforme o próprio autor fez questão de destacar, à teoria por ele sustentada em sua clássica obra (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 261-268), sendo imperativo, portanto, entender que continua o instituto (na visão deste autor) não aplicável à hipótese de titularidade fiduciária sobre direitos pessoais de caráter patrimonial. Um ponto importante a ser atualizado em relação à posição que José Carlos Alves defende no excerto acima refere-se ao fato de que, além (i) do negócio fiduciário propriamente dito e (ii) dos arts. 22 e 23 da Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965, atualmente tacitamente derogados pelo disposto nos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997 (que tratam da cessão fiduciária de direitos para fins de garantia em operações no mercado imobiliário), há ainda mais um dispositivo legal que disciplina o instituto da propriedade fiduciária (em sentido amplíssimo) no Direito brasileiro: o art. 66-B da Lei nº 4.728/1965, a partir do qual passou a ser aceito de forma ampla na doutrina que os direitos pessoais de caráter patrimonial (direitos de crédito) podem servir como objeto de titularidade fiduciária em garantia, ao menos no contexto de operações firmadas nos mercados financeiros e de capitais. Isso porque, ao fazer referência aos *bens fungíveis*, teria o referido dispositivo legal,

conflitos práticos e jurídicos relevantes entre os contratantes do referido negócio, assim como entre estes e terceiros². As partes que desejassem utilizar bens ou direitos em garantia, mediante a transferência de suas respectivas propriedades aos credores, de forma que estes pudessem ficar seguros em relação a uma situação de insolvência do devedor, teriam que lançar mão da realização de negócios jurídicos indiretos ou, mais especificamente, de negócios jurídicos fiduciários em “*sentido técnico*” ou “*do tipo germânico*”.

em seu § 3º, eliminado qualquer barreira para a existência das garantias reais fiduciárias sobre direitos pessoais de caráter patrimonial, tidos, em regra, como *bens fungíveis*, em razão de serem facilmente substituíveis por outros de valores idênticos. O presente trabalho irá, portanto, adotar, como ponto de partida, a posição defendida pela doutrina brasileira. Ou seja, irá aceitar a premissa de que o instituto da propriedade fiduciária (conforme regulada nos art. 1.361 a 1.368-A do CCBra) não comporta como seu objeto os direitos pessoais de caráter patrimonial (tais como: os direitos de crédito ou patrimoniais decorrentes de relações obrigacionais em geral), a despeito do que dispõe os arts. 83, III, e 85 do CCBra, ficando tal garantia restrita, portanto, às *coisas móveis infungíveis corpóreas*, razão pela qual apenas diante da nova redação atribuída ao art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 é que teria passado a existir no Brasil (ao menos no âmbito do mercado financeiro e de capitais, já que no mercado imobiliário esta garantia existiria desde a Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965) verdadeira garantia real (fiduciária) típica sobre direitos pessoais de caráter patrimonial. Essa visão, contudo, não ficará isenta de críticas, pois, como será discutido ao longo deste trabalho, é possível compreender a *alienação fiduciária* e a *transferência da propriedade dela resultante* dentro de um contexto mais amplo, no qual passam a significar verdadeiras formas de *disposição patrimonial*, o que abarcaria, portanto, não apenas os bens corpóreos propriamente ditos, mas, também, os direitos pessoais de caráter patrimonial. Ademais, a própria referência aos direitos pessoais de caráter patrimonial como sendo bens fungíveis é possível de ser questionada, haja vista que se eles apresentam, sem dúvida, a mesma espécie e quantidade (afinal, resultam em quantias pecuniárias, isto é, dinheiro), certamente a sua qualidade (atrelada à capacidade de pagamento de seus respectivos devedores) não é exatamente igual, o que permite que eles, no contexto de uma garantia real, sejam considerados, pela sua natureza e pela própria vontade das partes, como bens infungíveis, sujeitos, portanto, aos efeitos – e enquadramento no suporte fático – do disposto no *caput* do art. 1.361 do CCBra. Tal posição é corroborada ainda pela própria segregação dos recursos financeiros resultantes dos créditos cedidos em garantia dos demais bens e recursos do devedor, fator este que reforça a característica infungível que os direitos dados em garantia, bem como os recursos deles decorrentes, assumem. Dessa forma, o que o novo art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 veio posteriormente a disciplinar foi apenas um “esclarecimento” de algo que essa mesma lei – e depois o CCBra (que passou a regular a matéria de maneira específica) – já permitia (e que o atual CCBra continua a permitir), inclusive de forma até mais ampla do que o previsto no atual art. 66-B da Lei nº 4.728/1965, mas que a doutrina, de maneira contundente, embora nem sempre convincente, não vem admitindo. O referido dispositivo legal (que vigora desde 2004) teria tido o mérito, portanto, de permitir a alienação fiduciária de *coisas móveis fungíveis* (o que, de fato, a legislação anterior não previa, assim como o atual CCBra também não prevê) e *direitos sobre coisas móveis* (sejam eles fungíveis ou não), mas não de instituir uma nova forma de garantia real sobre direitos pessoais de caráter patrimonial (direitos de crédito), quando estes, no contexto da operação, infungibilizam-se, seja por vontade das partes ou pelos próprios pressupostos jurídicos que a envolvem. Ao aceitar essa postura crítica da visão tradicional proposta pela doutrina brasileira, abre-se um novo leque de oportunidades, pois, ao lado dos negócios fiduciários propriamente ditos (cuja utilidade prática continua absolutamente relevante e aplicável), passar-se-ia a permitir também a constituição de garantias reais sobre direitos de crédito, com base no art. 1.361 e ss. do CCBra, em qualquer ambiente negocial, e não apenas nos mercados imobiliário, financeiro ou de capitais. Essa última visão é particularmente interessante para os agentes (p. ex. entidade ligadas ao setor público, em especial aquelas concebidas para garantir projetos de PPP) que desejam estabelecer garantias reais sobre direitos de crédito entre si, mas que, por não atuarem em nenhum dos mercados previstos no art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 ou na Lei nº 9.514/1997, acabam restringindo-se de fazê-lo. Não há essa restrição: seja em decorrência da aceitação de uma releitura do campo de incidência do disposto no art. 1.361 do CCBra; seja por força da realização de negócios fiduciários do tipo germânico (conforme discutidos no presente Capítulo), tendo por base cláusulas resolutivas de caráter real (arts. 127, 128 e 1.359 do CCBra).

² Cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 9.

Negócio Jurídico Indireto. A qualificação de um negócio como indireto não implica no reconhecimento da existência de uma nova categoria formal de negócios jurídicos³. Apenas designa o fato circunstancial de que as partes podem querer realizar certos negócios jurídicos, aceitando sujeitar-se aos seus regimes legais específicos e desejando atingir o fim típico para os quais foram regulamentados (tipificados) pelo Direito positivo, mas tendo como intenção adicional concretizar também fins ulteriores, sendo estes fins muitas vezes (i) desprovidos de qualquer forma típica disponibilizada pelo sistema jurídico para a sua realização ou, até mesmo, (ii) análogos àqueles normalmente realizáveis por meio da celebração de outros negócios jurídicos típicos⁴.

Um exemplo de negócio indireto frequentemente citado pela doutrina⁵ é a compra e venda com pacto de retrovenda em garantia (arts. 505 a 508 do CCBra). Na retrovenda tradicional, as partes celebram a compra e venda a fim de transferir a propriedade do imóvel, mas ficando o vendedor com o direito de readquirir o bem no futuro, desde que observado o prazo limite para o exercício do referido direito. A *causa* do negócio é, portanto, a entrega de dinheiro mediante a transferência do bem imóvel, enquanto a *finalidade* é a utilização do bem pelo comprador na condição de proprietário pleno, ficando sua propriedade, contudo, submetida ao direito potestativo (e temporário) do vendedor de recomprar o bem⁶. O fato de a finalidade deste negócio jurídico contemplar a possibilidade de readquirir o bem, decorrente do direito de retrato (art. 507 do CCBra), tem como pressuposto a necessidade de as pessoas (i) se desfazerem de seus bens por períodos específicos, buscando readquiri-los tão logo cesse a situação que as levou a tomar tal medida, ou simplesmente (ii) terem

³ ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. p. 175.

⁴ Nesse sentido, Tullio Ascarelli esclarece que “há, pois, um negócio indireto sempre que as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas.” (ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. p. 156).

⁵ (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 6; e (ii) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre o Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Revista Trimestral de Direito Civil, 2004. Vol. 20. p. 58.

⁶ Os conceitos de “causa” e “fim” são vitais para a teoria dos negócios jurídicos, sendo assim diferenciados por Francisco Paulo de Crescenzo Marino: “A causa do negócio jurídico é a sua função econômica-social típica, vale dizer, a função econômica-social que o tipo negocial desempenha. Assim, por exemplo, as causas dos contratos de compra e venda, locação de coisa e mútuo são, respectivamente, a troca entre o pleno domínio da coisa e o preço, a troca entre fruição temporária da coisa e o aluguel e o empréstimo de consumo de uma quantidade de bens fungíveis contra a restituição destes no prazo determinado. Já o fim do negócio jurídico é o objetivo prático, econômico ou social (sem deixar de ser, conforme o caso, também jurídico) que as partes visam com o negócio jurídico. Ou, nas palavras de Antonio Junqueira de Azevedo, “o resultado que, hipoteticamente, o negócio jurídico tingiria, se todos os efeitos, dele decorrentes, se concretizassem”, isto é, o “efeito dos efeitos do negócio” (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. pp. 53-54).

interesse em sua recompra contando com uma possível valorização no futuro. Dessa tradicional estrutura formal e material da retrovenda, surgem, portanto, inúmeras outras finalidades que podem ser perseguidas pelas partes ao desejarem e efetivamente celebrarem tal negócio jurídico. Essas finalidades não substituem aquelas típicas do negócio de retrovenda, mas a elas se somam, visando garantir certos interesses adicionais das partes que podem nem sempre estar explícitas no contrato por elas celebrado⁷. É o que ocorre no caso da retrovenda em garantia. As partes celebram o negócio querendo se submeter aos seus fins típicos (transferência de propriedade e possibilidade de posterior reaquisição), mas tais fins são queridos para viabilizar uma finalidade atípica contemplada pelas partes, qual seja: o uso da propriedade transferida para efeitos de garantia, sendo o direito à sua reaquisição (retrato) o meio para viabilizar a devolução do bem ao vendedor (credor) tão logo a dívida principal esteja adimplida. O verdadeiro interesse das partes transcende, portanto, os propósitos iniciais contemplados pelo Direito para o negócio jurídico tipificado.

Daí ser possível à Tullio Ascarelli concluir que os negócios indiretos, além de renovarem o Direito e permitirem o surgimento de novos institutos, mais adequados à realidade da convivência social⁸, são caracterizados (a) pela tentativa de concretizar um fim não típico, (b) através da celebração de um negócio típico e da sujeição das partes aos ditames formais e materiais deste, que são efetivamente por elas desejados, razão pela qual (c) as cláusulas peculiares que determinam esse fim ulterior (de garantia, de administração ou de qualquer outro fim concebido caso a caso) não modificam o tipo do negócio adotado, muito embora precisem, é claro, (d) estar diretamente vinculadas à vontade consensual de todas as partes⁹.

⁷ No que se refere às finalidades ulteriores perseguidas pelas partes ao realizar um negócio jurídico indireto, José Carlos Moreira Alves é preciso ao indicar que existem duas correntes distintas: (i) a que entende só haver negócio indireto quando as partes expressamente contemplaram os interesses adicionais (finalidade que se persegue) em cláusula específica no contrato relativo ao negócio; e (ii) a que defende ser possível identificar a intenção da concretização da finalidade ulterior tanto no caso de haver cláusula expressa indicando-a, quanto nas hipóteses em que, a despeito da ausência de tal cláusula, é possível identificar o escopo adicional desejado pelas partes a partir da estrutura e do contexto em que o negócio jurídico típico (puro e simples) foi celebrado (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 7). O autor, contudo, não toma partido por nenhuma delas, limitando-se a analisar o negócio indireto que contemplem cláusula expressa quanto à finalidade pretendida, situação em que ambas as correntes concordam que resta configurado o negócio jurídico indireto.

⁸ “O direito evolve, às vezes, lenta, mas continuamente; os novos institutos não surgem de improviso, mas se destacam, às vezes, aos poucos do tronco de velhos institutos que sem cessar se renovam, preenchendo novas funções. É através dessa contínua adaptação de velhos institutos a novas funções que o direito, às vezes, se vai desenvolvendo; não raro, ostentando, então, a história do seu passado, nas formas, que permanecem idênticas, a despeito da renovação das funções.” (ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. p. 156).

⁹ “Em substância, todo negócio é caracterizado por um escopo típico que se destina a realizar e no qual se identifica precisamente a sua causa econômica e jurídica (por exemplo, a troca da coisa pelo preço, na venda), mas nada impede, no entanto, seja ele, embora dentro de determinados limites, disciplinado pelas partes de

*Negócio Fiduciário*¹⁰. A definição exata de negócio fiduciário não é uma tarefa simples. As variações impostas ao instituto ao longo da história por diferentes escolas jurídicas, bem como as tipificações legais de certos negócios fiduciários que eram apenas socialmente típicos (o que levou alguns autores¹¹ a falar, inclusive, no surgimento de uma “fidúcia legal”), acabaram por “contaminar a pureza” de sua estrutura, tal como originalmente concebida.

Seja como for, na doutrina brasileira¹², prevalece, com algumas variações, o entendimento geral de que o negócio fiduciário em sentido técnico é aquele no qual o fiduciante realiza uma atribuição patrimonial¹³ em benefício do fiduciário, almejando que, mediante o enriquecimento promovido no patrimônio do fiduciário (normalmente, mas não exclusivamente, aferido a partir da transferência – negócio jurídico de disposição – de certos

modo tal que não só possam realizar, imediatamente, o escopo que lhe é típico, mas também, mediatemente, outros objetivos que até adquirem importância predominante na vontade das partes. Perante a fixidez da finalidade típica de cada negócio, é a variabilidade dos motivos que permite a diversidade de configuração dele, e, por conseguinte, a consecução de finalidades ulteriores. Tal consecução pode prender-se à vontade de apenas uma parte, constituindo então motivo juridicamente irrelevante; pode, porém, prender-se à vontade consensual de todas as partes que participam do negócio é nesta hipótese que se apresenta o problema do negócio com fins indiretos.” (ASCARELLI, Tullio. Problemas..., Ob. Cit. p. 172).

¹⁰ Foi Ferdinand Regelsberger (REGELSBERGER, Ferdinand. *Zwei Beiträge zur Lehre Von Der Cession*, in *Archiv für die civilistische Praxis*, LXIII, 1880, pp. 157 e ss., apud: ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 25), quem, com inspiração na *fiducia* romana, cunhou a expressão negócio fiduciário (*fiduziarische geschäft*), passando este termo ser utilizado para designar, modernamente, negócios jurídicos que, embora similares à antiga *fiducia* romana, com ela não se confundem.

¹¹ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 57-67.

¹² Nesse sentido, conferir: (i) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 36; (ii) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 177-178; (iii) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 27-44; (iv) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 34-40; (v) LIMA, Otto de Souza. *Negócio Fiduciário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 1962. p. 143. Em Portugal, seguindo conceito bastante similar, ver: PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência – Em Particular da Posição do Cessionário na Insolvência do Cedente*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007. p. 43.

¹³ Francisco Paulo de Crescenzo Marino destaca que a doutrina tende a limitar a definição de negócio fiduciário àquele no qual ocorre uma transferência (negócio de disposição do tipo translativo) de bens ou direitos, do fiduciante para o fiduciário, para que este realize, a partir dos poderes de proprietário ou titular pleno que passa a deter sobre o referido bem ou direito, o fim desejado pelas partes. No entanto, embora os negócios fiduciários abarquem, sem dúvida, os negócios dispositivos-translativos, é preciso reconhecer que por negócio fiduciário deve ser qualificado também aqueles nos quais o fiduciante realiza qualquer forma de *atribuição patrimonial* (enriquecimento de patrimônio alheio), o que inclui os negócios jurídicos de disposição propriamente ditos (aquisitivos – translativos ou constitutivos –, modificativos e extintivos de bens e direitos), assim como os negócios puramente obrigacionais. Dessa forma, em linha com a doutrina de Pontes de Miranda e de Ferdinand Regelsberger, uma transação na qual houvesse a assunção de uma dívida pelo fiduciário em benefício do fiduciante (operação de caráter obrigacional) já seria suficiente para dar as bases de um negócio fiduciário, desde que os demais elementos constitutivos deste pudessem ser verificados (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. pp. 36-40). A efetiva transferência de um bem ou direito (negócio dispositivo-translativo) é, portanto, apenas uma das formas que o requisito “atribuição patrimonial” pode cumprir, embora seja, de longe, a mais corriqueira em matéria de negócios fiduciários.

bens e direitos ao fiduciário), este passe a deter um poder jurídico amplíssimo (vale dizer: os mesmos relativos a um proprietário ou titular pleno do bem ou do direito que lhe fora transferido) com o intuito de satisfazer uma finalidade mais restrita (de garantia, de administração, de mandato, etc.), em relação à qual a atribuição patrimonial conferida revela-se um meio muito mais forte do que aquele que seria, em tese, necessário para satisfazer a referida finalidade. É em razão dessa evidente desproporção entre os meios e os fins que as partes estabelecem, em paralelo à atribuição patrimonial em si, um *pacto fiduciae*, marcado pela obrigação do fiduciário de restituir a atribuição patrimonial recebida do fiduciante, tão logo a finalidade pretendida pelas partes tenha sido satisfeita. Essa obrigação de restituição do bem ou direito pode deixar de ser adimplida pelo fiduciário, daí porque se falar na existência de um risco fiduciário ao qual o fiduciante fica sujeito durante toda a vigência do negócio.

De acordo com José Carlos Moreira Alves, foi F. Goltz¹⁴ quem pela primeira vez formulou a precisa estrutura do negócio fiduciário, destacando ser este formado pela conjugação de dois contratos distintos¹⁵: (i) um de natureza real, em razão do qual se dá a transferência normal da propriedade ou do direito de crédito (forma mais comum de realizar a atribuição patrimonial)¹⁶; e (ii) outro de caráter obrigacional, marcado pela obrigação do fiduciário de, após a satisfação plena do fim acordado entre as partes, restituir o bem ao

¹⁴ GOLTZ, F. *Das fiduziarische Rechtsgeschäft mit besonderes Berücksichtigung des Wechsel-und Konkurs-Rechts*, § 7, p. 12, apud: ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 27.

¹⁵ A visão de F. Goltz inaugurou a chamada corrente dualista do negócio fiduciário, para a qual o negócio fiduciário caracterizava-se, necessariamente, pela união de dois negócios jurídicos distintos (um obrigacional – *causa fiduciae* – e outro real – atribuição patrimonial plena). No entanto, não demorou a surgir quem defendesse (em especial, Grasseti e De Martini) a visão monista, argumentando que o negócio fiduciário é unitário, por ser um negócio jurídico em si mesmo, socialmente tipificado pela *causa fiduciae*, ou seja, um negócio que tem a função de promover a “utilização da titularidade de um direito real a um fim mais restrito do que o que a titularidade mesmo comportaria, por meio de limitações com efeitos obrigatórios de uma atribuição efetuada sem efeitos no plano real” (Cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 27-30). Embora não haja consenso quanto à corrente que deve prevalecer, a doutrina majoritária (e com a qual concordamos) posiciona-se na linha dualista, a saber: (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 184-185; (ii) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 52; e (iii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 43. A favor da corrente monista, coloca-se, no Brasil, CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 42-43. Apesar das divergências teóricas, José Carlos Moreira Alves é enfático ao determinar que, mais importante do que se posicionar a favor de uma ou outra visão, é determinar as características fundamentais do negócio jurídico fiduciário, características essas presentes tanto nas definições daqueles que se posicionam pela corrente monista, quanto pela dualista (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 30-31).

¹⁶ Francisco Paulo de Crescenzo Marino concorda com a visão dualista do negócio fiduciário proposta por Goltz, mas ressalta que este autor restringe a aplicação do negócio fiduciário às hipóteses de transferência de bens e direitos entre o fiduciante e o fiduciário, e não para os casos em que se verifica também a promoção de qualquer outra forma de atribuição patrimonial, razão pela qual a teoria de Goltz deveria ser aceita, mas com ressalvas. (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. pp. 50-51).

fiduciante, nas exatas condições em que o recebeu.

Dessa estrutura dúplice que fundamenta o negócio fiduciário, é possível traçar as particularidades que o definem, bem como afastar outras figuras similares¹⁷ que têm se valido, injustificadamente, da referência (ou denominação) de negócio jurídico fiduciário. Para essa tarefa, será examinado de perto o clássico exemplo dado pela doutrina para caracterizar o negócio fiduciário em sentido técnico, qual seja: a compra e venda em garantia¹⁸.

Primeiramente, como se destacou, o negócio fiduciário é marcado por uma clara desproporção (desequilíbrio) entre o fim e o meio. As partes pretendem realizar um negócio de disposição (um dos tipos de negócio jurídico de atribuição patrimonial), buscando atingir o fim típico deste (transferência da propriedade), mas não em si mesmo, e sim para, a partir dele, tornar possível a satisfação de um fim ulterior mais restrito e também desejado pelas partes¹⁹. É o que ocorre no caso da compra e venda em garantia. As partes poderiam empregar algum dos direitos reais de garantia típicos (penhor, hipoteca ou anticrese) para a

¹⁷ No conjunto dos negócios fiduciários, tem sido comum na doutrina incluir figuras que, apesar da inegável semelhança de função que apresentam em relação aos negócios fiduciários em sentido técnico, destes devem ser diferenciados, sob pena de se descaracterizar os elementos que fundamentam o negócio fiduciário propriamente dito, cujas raízes encontram-se na antiga *fiducia* do direito romano. Entre tais figuras, é possível relacionar: (i) a fidúcia germânica, (ii) o *trust*; (iii) o *trust receipt*; e (iv) o *mortgage* (em particular, o *chattel mortgage*). Tratar das características e diferenças de cada uma delas, bem como de suas aproximações e afastamentos em relação ao negócio fiduciário em sentido técnico ou do tipo romano, além de transcender o escopo deste trabalho, revela-se uma tarefa desnecessária, visto que já foram bem expostas por (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 31-47) e (ii) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. Para os propósitos aqui pretendidos, portanto, revela-se necessário apenas destacar que tais institutos diferenciam-se substancialmente do negócio fiduciário em sentido técnico (esse sim, analisado mais de perto ao longo deste trabalho) por serem desprovidos dos elementos socialmente típicos que o caracterizam – a *desproporção entre meio e fim*, o risco do *pacto fiduciae* e a existência de uma *coligação de dois negócios jurídicos (um real e outro obrigacional)* – ou por adotar tais elementos com limitações. Por essa razão, com exceção de pontuais referências à fidúcia do tipo germânica, necessárias para esclarecer alguns pontos a serem defendidos adiante neste trabalho, as demais figuras não serão aqui analisadas com a profundidade e a importância que demandam.

¹⁸ “Na compra e venda com escopo de garantia, tem-se, de um lado; o contrato de compra e venda, que é o negócio de atribuição patrimonial, e, de outro, o negócio jurídico de eficácia obrigacional por meio do qual as partes estipulam que a compra e venda realizada tem o escopo de garantia e delimitam a posição jurídica do adquirente em conformidade com esse escopo (*pactum fiduciae*). A causa (função econômico-social típica) do contrato de compra e venda continua sendo a troca entre o pleno domínio da coisa e o preço, mesmo porque se trata de causa típica do negócio e não da causa concreta. Já no que toca ao negócio jurídico de eficácia obrigacional a causa corresponde à chamada causa *fiduciae*, mais especificamente a limitação do exercício da posição jurídica do adquirente, com base na fidúcia (em sentido técnico). Por fim, a causa *fiduciae* também funciona como causa de atribuição patrimonial do contrato de compra e venda.” (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 54).

¹⁹ Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 177. Nesse mesmo sentido, ver ainda: (i) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. pp. 47, 51 e 56; e (iii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 43, 57 e 67.

segurança do crédito, mas optaram por transferir a propriedade de um bem, por meio de uma compra e venda, em benefício do credor (fiduciário). Este, por sua vez, embora seja proprietário pleno, podendo usufruir e dispor do bem como tal, assume a referida propriedade para um fim menor: a garantia do pagamento de uma dívida.

Em decorrência da atribuição de uma propriedade ou titularidade em benefício do fiduciário, com o intuito de satisfazer o fim especial visado pelas partes – sem que exista um direito real do fiduciante à restituição do bem ou do direito cedido, mas apenas o compromisso obrigacional assumido pelo fiduciário nesse sentido –, surgem outros elementos característicos do negócio fiduciário: o poder de abuso e o risco fiduciário propriamente dito, em relação aos quais o fiduciante, por depositar confiança no fiduciário, tem a expectativa de que nenhum deles irá se concretizar. Ora, se a propriedade ou titularidade do bem ou do direito é transferida de maneira plena, existindo apenas a obrigação do fiduciário em restituí-la, diante da satisfação do fim pretendido pelas partes, surge para o fiduciante, como consequência, o risco bastante concreto de, eventualmente, o fiduciário se recusar a promover a retransmissão do bem. Mas não apenas isso: surge também a possibilidade de que, durante a vigência do negócio, (i) o fiduciário promova a cessão ou a venda do bem a terceiros, sem a autorização do fiduciante, ou (ii) venha a ter a totalidade ou parte de seu patrimônio (incluindo aí, portanto, o objeto do negócio fiduciário) inserido na massa falida, na hipótese (mais remota, mas ainda assim possível) de falência do fiduciário, ou mesmo arrolado para fins de penhora, no caso de uma execução pontual. Tratam-se essas hipóteses de verdadeiros abusos cometidos pelo fiduciário – em razão da particular desproporção entre o seu efetivo direito e o fim para o qual tal direito lhe foi de fato atribuído – ou mesmo de meros riscos inerentes ao negócio, nem sempre controláveis por quaisquer das partes.

Em relação aos poderes de abuso e aos riscos fiduciários, Pontes de Miranda²⁰ é claro ao lembrar que o negócio fiduciário contempla a conjugação de dois contratos distintos (um de natureza real – dispositiva – e outro meramente obrigacional), de tal forma que, perante terceiros, a única parte do negócio fiduciário passível de oposição é a relação jurídica externa, ou seja, aquela que determina a transferência, para o fiduciário, da propriedade ou titularidade de certo bem ou direito, que passa a integrar patrimônio pessoal deste. A relação referente ao pacto fiduciário propriamente dito, de caráter obrigacional e no qual surge a

²⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 181.

obrigação relativa a restituição do bem, gera efeito apenas *inter partes* (seria, portanto, a relação jurídica interna).

Dessa forma, as seguintes consequências relativas ao negócio fiduciário podem ser formuladas: (i) no caso de falência ou penhora de bens do fiduciário, o bem objeto do negócio pertence a este, sendo por isso passível de execução promovida por seus respectivos credores, restando ao fiduciante a possibilidade de reclamar perdas e danos em decorrência da não devolução do bem, ou de demandar a sua inserção, assim como a de seu direito obrigacional à restituição do bem objeto da fidúcia (na verdade, ao valor a ele correspondente), no rol de credores do processo falimentar aberto contra o fiduciário²¹; (ii) na hipótese de recusa da transmissão do direito no momento em que o fim ulterior é atingido, ao fiduciante caberá escolher entre reclamar as perdas e danos dali decorrentes, com base no art. 927 do CCBra, ou requer a execução específica da obrigação do fiduciário, nos termos do art. 461 do CPCBra, de forma a conquistar a efetiva retransmissão do bem ou direito, se a situação assim permitir²²; e (iii) no caso da transferência a terceiros do bem ou do direito objeto do negócio fiduciário, em descumprimento ao pacto obrigacional firmado, o fiduciário deverá responder pelas perdas e danos causados ao fiduciante, não cabendo a este qualquer meio de oposição ao terceiro de boa-fé que tenham adquirido o referido bem ou direito, razão pela qual é imperativo que o fiduciante, caso deseje atribuir maior efetividade prática ao seu direito, busque tornar pública a relação fiduciária interna (ou seja, o pacto fiduciário), a fim de tentar reaver o bem, inclusive perante o terceiro adquirente (hipótese menos provável), ou, pelo menos, estender o dever de indenizar também a esse terceiro, em

²¹ “Os direitos, formados ou formativos, que entram, com a aquisição, no patrimônio do fiduciário, podem ser objeto de execução por parte dos seus credores, inclusive execução concursal. Mas, de acordo com os princípios, o fiduciante é credor concursal, ou o é o terceiro a quem deve ser devolvido o bem da vida, pelo seu direito à devolução.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 181). Em sentido diverso, manifestou em Portugal Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, para quem o que deve compor a massa falida é o crédito em si que o fiduciário detém em relação ao fiduciante, e não o bem transferido por este àquele com fins de garantia, pois, se assim fosse, estaria a massa falida se beneficiando de algo além do que efetivamente poderia, podendo tal situação ser caracterizada como um enriquecimento ilícito às custas do fiduciante (a quem restaria apenas sujeitar-se ao rol normal de credores no processo falimentar comum) (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 231-244). Essa posição manifestada pelo autor português, contudo, não se deve a uma particular interpretação da estrutura do negócio fiduciário, que é essencialmente a mesma descrita no presente trabalho, mas decorre, na verdade, de um particular dispositivo do Código Civil daquele país (art. 1184º) que permite estender o instituto da restituição de bens também aos bens cuja propriedade decorra da celebração de negócios jurídicos fiduciários. O mesmo raciocínio aplicar-se-ia à penhora, que poderia ser evitada em relação ao conjunto de bens decorrentes do negócio fiduciário, tendo por base o mesmo dispositivo de lei (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 203-230).

²² Nesse mesmo sentido, manifestou-se PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 167-178.

decorrência da sua comprovada má-fé (hipótese mais factível)²³.

A existência dos poderes de abuso e dos riscos fiduciários expõem muito bem a principal diferença que há entre o negócio fiduciário em sentido técnico (de origem romana) e os chamados negócios fiduciários do tipo germânico. Nestes últimos, a restituição do bem ao fiduciante – elemento de maior risco decorrente do poder de abuso que o fiduciário passa a deter a partir da atribuição patrimonial que lhe fora feita – revela-se não como um dever do fiduciário, decorrente da relação obrigacional paralela que tem como causa o *pacto fiduciae*, mas sim como condição resolutiva do próprio negócio de atribuição patrimonial. Dessa forma, desaparece por completo a condição obrigacional do negócio, eliminando-se a possibilidade de abuso por parte do fiduciário²⁴ e reduzindo-se a desproporção entre meio e fim. Os efeitos esperados pelas partes decorrem do próprio negócio de natureza real relativo à atribuição patrimonial, cuja característica é a condição resolutiva atrelada à finalidade pretendida pelas partes. Justamente por força dessa diferença estrutural básica – na qual deixa de existir o vínculo obrigacional e passa a existir apenas a relação real, por meio da qual o fiduciário adquire uma propriedade resolutiva (art. 1.359 do CCBra) – é possível afirmar que, no momento em que a referida condição resolutiva se verificar (isto é, a finalidade ulterior almejada pelas partes for satisfeita), há a resolução da propriedade transferida ao fiduciário, com eficácia *erga omnes*. Por essa razão, diferentemente do que se observa no negócio fiduciário em sentido técnico, no negócio fiduciário do tipo germânico

²³ “Finalmente, vistas as diferentes configurações de que a violação do contrato fiduciário, na modalidade de transferência ou oneração do direito pela contraparte do fiduciante a terceiro, se pode revestir e as perspectivas consequências jurídicas, é possível concluir que o fiduciante só estará protegido se o terceiro conhecer o negócio fiduciário (portanto não goza da protecção na fiducia oculta) e souber, ou eventualmente devesse saber, do incumprimento do fiduciário. Face ao exposto, resulta que um importante meio de defesa do fiduciante consiste, na medida do possível, na publicitação do acordo fiduciário a de suas disposições.” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 201). Essa posição, contudo, não é isenta de críticas, pois, conforme destaca o mesmo autor, a limitação ao poder de disposição do fiduciário é meramente obrigacional, não sendo possível impedir que terceiros venham a dele adquirir os bens, mesmo diante de eventuais mecanismos de publicidade do negócio. O conhecimento do negócio, portanto, seria apenas um fator para estender o dever de indenizar também ao terceiro, mas não para impedi-lo de ficar com o bem adquirido.

²⁴ “Os negócios “fiduciários” de tipo germânico diferem integralmente dos negócios fiduciários em sentido estrito. Nos primeiros não há um negócio jurídico de atribuição patrimonial coligado a um negócio jurídico de eficácia obrigacional por força do qual o fiduciário é obrigado a exercer a sua posição jurídica em conformidade com um escopo prático incongruente com a causa típica do negócio de atribuição patrimonial. O que há é a atribuição de um direito sob condição resolutiva, condição essa que se verifica com o alcance do escopo prático buscado pelas partes. O direito transferido ao fiduciário não é limitado pela obrigação que emana do *pactum fiduciae*, mas pela aludida condição resolutiva. Não há, conseqüentemente, o poder de abuso por parte do fiduciário, nem a fiducia em sentido técnico. Em virtude disso, os chamados negócios “fiduciários” de tipo germânico não podem ser considerados verdadeiros negócios fiduciários.” (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 58).

todos os efeitos atingem diretamente a terceiros²⁵.

O negócio fiduciário do tipo germânico foi, portanto, desenvolvido para afastar o risco fiduciário, no que logrou muito êxito²⁶. No entanto, ao assim fazer, afastou-se, ele próprio, da noção clássica de negócio fiduciário, deixando de fazer sentido a sua qualificação enquanto tal. Pode até ser chamado de negócio fiduciário, mas deverá ser sempre destacado que não se refere ao sentido técnico do termo. O mais correto é alocá-lo, portanto, no campo dos negócios indiretos propriamente ditos. Os exemplos que seguem ajudarão a elucidar a questão.

No caso da compra e venda em garantia, o negócio fiduciário revela-se em seu formato mais puro, pois as partes realizam um negócio dispositivo (transferência do bem ou direito), desejando o seu fim típico (utilização e disposição da propriedade), mas com a intenção ou finalidade de que o bem transacionado seja usado para fins de garantia de outra relação estabelecida entre o comprador/fiduciário/credor, de um lado, e o vendedor/fiduciante/devedor, de outro. Por essa razão, estabelecem as referidas partes um pacto fiduciário (relação obrigacional paralela), que, inserido no contexto da finalidade da garantia, irá impor ao fiduciante a obrigação de restituir a coisa diante do adimplemento da obrigação garantida. Há, portanto, duas relações, de natureza real e obrigacional, que, quando conjugadas, permitem às partes concretizarem um fim ulterior pretendido (no caso, a garantia). Já na situação analisada anteriormente, da compra e venda com pacto de retrovenda em garantia, a doutrina²⁷ tem afirmado que se verifica um negócio jurídico

²⁵ Assim posiciona-se José Carlos Moreira Alves: *“Alcançada a finalidade querida pelas partes, há a resolução, com eficácia erga omnes (e, em consequência, contra o terceiro adquirente), do direito transmitido ao fiduciário. Daí a razão por que, no negócio fiduciário do tipo germânico, não há, como no do tipo romano, risco, limitado pela fides, para o fiduciante.”* (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 31). Nesse mesmo sentido, coloca-se Pontes de Miranda, para quem, diante da falência ou penhora dos bens do fiduciário, o direito à restituição no processo falimentar ou a pretensão à execução da coisa penhorada em execução por coisa certa somente existirá nos casos em que há negócio fiduciário do tipo germânico, ou seja, sujeito à condição resolutiva da propriedade, e não nos casos específicos do negócio jurídico fiduciário em sentido técnico, pois, neste último, seus efeitos não são oponíveis a terceiros (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 181).

²⁶ *“A transmissão do direito seria plena, estando o seu livre exercício pelo fiduciário limitado apenas pelas obrigações contraídas e, portanto, sem efeitos perante terceiros. Foi para debelar o risco que o fiduciante corria em virtude das limitações de caráter meramente obrigacional ao exercício do direito, que Schultze, inspirando-se num outro modelo histórico, desta vez retirado do direito de povos germânicos, construiu o denominado negócio jurídico germânico. A particularidade da mesma reside na limitação do poder do fiduciário com eficácia face a terceiros; isto é, se o fiduciário exercer o direito transmitido para fins diversos daqueles para os quais ele lhe foi transferido, nomeadamente, alienando-o outrem para seu próprio benefício, o referido direito transferir-se-á ao fiduciante.”* (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 43).

²⁷ Nesse sentido: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *A Retrovenda*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1967. pp. 9, 101 e 188

“fiduciário” do tipo germânico, visto que o direito à retroaquisição²⁸ do bem por parte do fiduciante decorreria de uma condição resolutiva – meramente potestativa – inerente ao próprio negócio (o exercício do direito de retrato, que é oponível a terceiros nos termos do art. 507 do CCBra), e não de uma relação obrigacional adicional que se soma à transação dispositiva real estabelecida entre as partes²⁹. Em função disso, José Carlos Moreira Alves³⁰ chega a qualificar o negócio de compra e venda com pacto de retrovenda em garantia como um negócio jurídico indireto em sentido estrito, e não como verdadeiro negócio fiduciário em sentido técnico. Afinal, na compra e venda com pacto de retrovenda em garantia há todos os elementos requeridos para um negócio jurídico indireto: negócio jurídico típico, efetivamente desejado pelas partes, em todos os seus aspectos e efeitos materiais e formais, mas que é utilizado, contudo, para atingir fim ulterior (no caso, a garantia) àquele típico do negócio.

Negócios Jurídicos Indiretos e Negócios Fiduciários: distinções e correlações entre si. Em razão do desaparecimento da *causa fiduciae* como elemento inerente ao

ss.; e (ii) MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 58.

²⁸ Retroaquisição, e não reaquisição, porque, no caso do negócio fiduciário do tipo germânico, a propriedade é transferida em caráter resolúvel real. Dessa forma, satisfeita a condição, resolve-se a propriedade, retornando *ipso iure*, de forma plena, ao devedor (proprietário original e cedente fiduciante).

²⁹ Defendendo posição absolutamente distinta, posiciona-se Rafael Domingos Faiardo Vanzella, para quem o exercício do retrato (art. 507 do CCBra) não constitui direito real à reaquisição do bem, mas apenas relação jurídica (obrigacional) a uma nova compra e venda, que, se o comprador não manifestar vontade de cumprir, caberá ao vendedor (a quem incumbe o exercício do direito de retrato) reivindicar perdas e danos. Não haveria que se falar, portanto, em propriedade resolúvel, em benefício do vendedor. Nem mesmo o disposto no art. 507 do CCBra confirmaria a natureza real do direito à restituição do bem, pois, ao imputar o direito de retrato a terceiros (futuros adquirentes), o CCBra teria previsto mera hipótese de sub-rogação legal em posição de sujeição de vínculo obrigacional. Nas palavras do autor: “*A propriedade obrigacionalmente “gravada” com poder formativo de retenção não é propriedade resolúvel, e nesse ponto peca J. C. Moreira Alves. Com razão, o autor define o poder formativo de retrato como um “direito potestativo” gerador, e não extintivo: o exercício do retrato, por parte do retrovendedor, não extingue a propriedade do comprador; constitui uma relação jurídica obrigacional de compra e venda, com substituição subjetiva, espelho da relação jurídica obrigacional inicial. Exatamente por isso, não há propriedade resilível: a reversão não é ipso iure. O comprador-adquirente não adquiriu apenas a propriedade; adquiriu, também, uma posição jurídica subjetiva obrigacional de sujeição: o comprador-adquirente está sujeito a tornar-se vendedor, eficácia que erradia do exercício do retrato. (...) O sentido da última parte do art. 507 do CC/2002 e que adquirentes ulteriores se sub-rogam na posição do comprador inicial, o qual está sujeito ao retrato. Quem quer que adquira propriedade gravada com retrovenda pode ser obrigado a retrotransmitir-la; está, pelo menos, desde logo sujeito à irradiação dessa eficácia. A oponibilidade não é por realidade, mas sim por sub-rogação legal na posição de sujeição ao retrato.*” (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. pp. 312-313). Para esse autor, portanto, o melhor exemplo de negócio fiduciário do tipo germânico seria uma compra e venda com fins de garantia, mas gravada com cláusula resolutiva (nos termos do art. 1.359 do CCBra), e não inserida em mera disposição obrigacional de restituição ou reaquisição (retrato). Seja como for, manteremos o uso da compra e venda com pacto de retrovenda em garantia como exemplo de negócio fiduciário do tipo germânico, devido a sua aceitação pela corrente majoritária da doutrina brasileira, mas sem deixar de ponderar as observações levantadas por Rafael Domingos Faiardo Vanzella, com a qual corroboramos.

³⁰ ALVES, José Carlos Moreira. *A Retrovenda...*, Ob. Cit. p. 19.

negócio, seguida da sua respectiva substituição por uma condição resolutiva, destacou-se, assim, uma clara distinção entre os negócios fiduciários em sentido técnico e os negócios fiduciários do tipo germânico (ou indiretos em sentido estrito, como prefere a eles se referir José Carlos Moreira Alves). Os primeiros são caracterizados pela existência conjugada de dois contratos, de natureza real e obrigacional, por meio dos quais as partes almejam a concretização de um fim ulterior, mas, para tanto, utilizam um meio muito mais forte do que o necessário, colocando o fiduciante em posição de risco ou de abusos por parte do fiduciário. Por sua vez, os segundos são determinados pela existência de um único contrato, em relação ao qual toda a disciplina da retrotransmissão do bem ou direito atribuído ao “fiduciante” decorre da estrutura típica do próprio negócio, em especial, da condição resolutiva a ele inerente, desaparecendo, portanto, os riscos fiduciários, os poderes de abuso e a desproporção entre meios e fins, que são os elementos socialmente típicos do negócio fiduciário em sentido técnico.

Em razão dessa distinção estrutural evidente, Francisco Paulo de Crescenzo Marino defende a diferenciação entre negócios fiduciários em sentido técnico e negócios indiretos (nos quais se incluem os negócios fiduciários do tipo germânico), o que se justificaria, também, em decorrência das ausências de riscos ou poderes de abuso no caso dos segundos³¹. Por outro lado, conforme bem destaca Tullio Ascarelli, o fato de em ambos os negócios (fiduciários em sentido técnico e indiretos) existir a particularidade de as partes perseguirem um fim ulterior comum, que transcende o fim típico do negócio (de atribuição patrimonial) por elas realizado, impõe que os negócios fiduciários em sentido técnico sejam qualificados como espécie do gênero negócios indiretos, ainda que, do ponto de vista estrutural, haja de fato a clara distinção entre eles³². Por esse motivo, deve-se entender os

³¹ “De outro lado, os negócios jurídicos fiduciários apartam-se dos negócios jurídicos indiretos pois naquelas as partes empregam dois negócios jurídicos coligados para obter um fim prático e nestes escolhem apenas um negócio jurídico, correspondente a um determinado fim prático típico, para alcançar fim prático distinto. Além deste aspecto estrutural, por assim dizer, também é certo que nos negócios jurídicos indiretos está ausente o elemento da fidúcia, essencial ao negócio jurídico fiduciário. Exemplo de negócio indireto ter-se-ia na compra e venda com pacto de retrovenda com escopo de garantia, a qual, na aludida opinião de Moreira Alves, é negócio “fiduciário” de tipo germânico (e portanto não é negócio fiduciário em sentido técnico) e negócio indireto “em sentido estrito”. Aliás, o autor afirma que os negócios “fiduciários” do tipo germânico incluem-se, atualmente, dentre os negócios indiretos.” (MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 62).

³² Nas palavras do próprio Tullio Ascarelli: “*Também o negócio fiduciário constitui um negócio indireto: o fim realmente visado pelas partes, com efeito, não corresponde ao fim típico do negócio adotado: o negócio é querido e seriamente querido pelas partes, mas para fim diverso do seu fim típico. A característica do negócio fiduciário decorre do fato de se prender a uma transmissão da propriedade e, ainda, porque seu efeito de direito real é parcialmente neutralizado por uma convenção entre as partes; por conseguinte, o adquirente pode aproveitar-se da propriedade que adquiriu apenas para o fim especial visado pelos contratantes, sendo obrigado a devolvê-la uma vez preenchido aquele fim. Ao passo que os efeitos de direito real, isoladamente*

negócios fiduciários em sentido técnico como um dos possíveis tipos de negócios indiretos, grupo no qual se inserem também, como corretamente destacou José Carlos Moreira Alves, os negócios indiretos em sentido estrito (vale dizer: os negócios fiduciários do tipo germânico)³³. No entanto, mais importante do que a qualificação específica dos referidos negócios jurídicos é a clara compreensão de seus elementos característicos fundamentais, pois, ainda que integrantes do mesmo gênero, são, de fato, negócios de características distintas e, portanto, de efeitos também distintos³⁴.

Direitos Expectativos (e Formativos) Relativos aos Negócios em Análise. Outra particularidade relativa aos negócios indiretos analisados neste trabalho decorre da especial posição jurídica assumida pelo fiduciante. Há de se observar que, tanto no negócio fiduciário em sentido técnico, quanto no negócio fiduciário em sentido germânico, o fiduciante detém um claro direito à retomada da propriedade ou titularidade plena do bem ou do direito transferido ao fiduciário, tão logo a finalidade acordada tenha sido satisfeita. Trata-se, portanto, de um direito expectativo já presente no patrimônio do fiduciante – seja em decorrência de uma relação obrigacional específica (negócio fiduciário em sentido técnico) ou da condição resolutiva inerente à própria relação dispositiva (negócio fiduciário do tipo germânico) – que lhe garante o degrau necessário para se tornar titular de um novo e futuro direito.

Conforme destacado no Subcapítulo 3.2, o direito expectativo pode proporcionar o surgimento de direito reais ou obrigacionais, sendo ele próprio, portanto, real ou

considerados e decorrentes do negócio adotado, vão além das intenções das partes, as ulteriores convenções obrigacionais visam justamente a restabelecer o equilíbrio; é assim possível o uso da transferência da propriedade para finalidades indiretas (ou seja, para fins de garantia, de mandato, de depósito). Mas os efeitos de direito real do negócio, são, eles também, queridos e seriamente queridos pelas partes, que, na falta deles, nem poderiam alcançar o fim último visado; a realização deste não contraria, mas pressupõe o fim típico do negócio adotado. Assim, num caso típico de negócio fiduciário, como, por exemplo, a transferência da propriedade para fins de garantia, a transmissão é efetivamente desejada pelas partes, não porém para um fim de troca, mas para um fim de garantia.” (Destques nossos) (ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. pp. 159-160).

³³ Aliás, José Carlos Moreira Alves também parece concordar com a visão de Tullio Ascarelli, ao definir o negócio fiduciário do tipo germânico como um tipo mais estrito de negócio indireto. Se há um tipo mais estrito, é certo que há um mais amplo, no qual os negócios fiduciários em sentido técnico, por também promoverem um fim ulterior àquele relativo ao negócio de direito real que o compõe, estão inseridos (ALVES, José Carlos Moreira. *A Retrovenda...*, Ob. Cit. p. 19).

³⁴ Justamente por essa razão, Tullio Ascarelli fez questão de destacar que: “(...) no âmbito dos negócios indiretos, podemos encontrar, quer negócios únicos [negócios indiretos propriamente ditos ou fiduciários do tipo germânico], quer pluralidade de negócios [negócios fiduciários em sentido técnico] que permitem às partes alcançar, através da sua combinação, o escopo indireto visado; é óbvio que a primeira possibilidade é, ao meu ver, a de maior interesse e aquela que se pode falar de negócio indireto, em sentido rigoroso.” (Inserções nossas) (ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. pp. 170).

obrigacional. O direito formativo, que também se qualifica como um direito a adquirir um novo e futuro direito, mas cujas condições desta aquisição estão atreladas especificamente a um ato de vontade de seu titular, também segue essa mesma lógica³⁵. Dessa forma, temos que no caso da compra e venda com pacto de retrovenda em garantia (tido pela doutrina brasileira como negócio fiduciário do tipo germânico), o fiduciante teria um direito expectativo³⁶ de natureza real, que a ele proporcionaria o direito de voltar a ser (*ipso iure*) proprietário pleno do imóvel, em caráter *erga omnes* (oponível contra todos), tão logo satisfeito o fim pretendido inerente à condição resolúvel. A confirmar o direito expectativo do fiduciante como de natureza real, ter-se-ia o art. 507 do CCBra, que determina ser o retrato (exercício do direito expectativo) oponível *erga omnes*³⁷. Por outro lado, no caso da simples compra e venda em garantia (negócio jurídico em sentido técnico), o direito expectativo do fiduciante será sempre obrigacional³⁸, por decorrer, justamente, de um

³⁵ Conforme elucida Pontes de Miranda, os direitos expectativos e formativos têm em comum o fato de permitirem ao seu titular tornar-se proprietário (em sentido amplíssimo) de um novo direito (expectado ou formado). A diferença entre eles reside apenas nas condições que permitem a aquisição do novo direito: "*O direito formativo gerador não se confunde com o direito expectativo à aquisição: aquele leva à aquisição, pelo exercício; esse só depende de elemento em que não entra a vontade do titular. Tanto o direito à aquisição que resulta da transmissão com prazo inicial (= termo inicial) quanto o direito à aquisição a termo final são direitos expectativos, - não são direitos formativos geradores. São direitos a adquirir direito, sem que se precise para isso, de ato humano. O que suspende ou retarda a resolução é eliminado pelo fato-termo. Tanto os direitos formativos geradores quanto os direitos expectativos aludem a direito que se vai adquirir; a diferença entre eles está em que, ali o direito a formar-se depende do exercício do direito formativo gerador, e, aqui, o tempo ou acontecimento é que faz surgir o direito expectado.*" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 366-367).

³⁶ Em uma compra e venda com pacto de retrovenda típica (sem finalidade de garantia), o direito em questão seria formativo, pois a reaquisição da propriedade do imóvel depende exclusivamente da vontade do seu titular, que pode escolher entre exercer ou não esse direito, no prazo de até 3 (três) anos. No entanto, ao ser inserido no contexto de um negócio indireto, no qual as partes perseguem uma finalidade de garantia, nota-se que o exercício do direito de retrato, embora possível independentemente de quaisquer outros fatores (sob pena, contudo, de resultar em um descumprimento do *pacto fiduciae*), depende agora da condição relativa à satisfação ou não da dívida garantida, o que o aproxima da noção de direito expectativo.

³⁷ Para os que não concordam com o caráter real da relação existentes na compra e venda com pacto de retrovenda (vide Nota de Rodapé nº 29 deste Capítulo IV), o direito expectativo aqui seria meramente obrigacional: o vendedor teria o direito expectativo a ser novamente parte de uma nova relação (obrigacional) de compra e venda com o comprador, e não de readquirir, *ipso iure*, o direito de propriedade sobre o bem. As conclusões indicadas no texto, contudo, são válidas se concebidas no caso de uma compra e venda com cláusula resolutiva (art. 1.359 do CCBra), hipótese em que não haveria discussões quanto à sua natureza de negócio fiduciário do tipo germânico.

³⁸ "*O direito à restituição é pessoal, salvo onde a lei já tornou real o direito à restituição, o que, por si só, eliminou o elemento histórico de fidejussão.*" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 190). O mesmo autor complementa ainda expondo que: "*O direito expectativo do fiduciante é, na transmissão fiduciária da propriedade com reversão ipso iure, direito expectativo à propriedade; na transmissão fiduciária da propriedade sem reversão ipso iure, à restituição (obrigação do fiduciário).*" (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 370).

negócio obrigacional (o *pacto fiduciae*) e proporcionar ao fiduciante, por consequência, o direito de voltar a ser parte de uma nova relação (obrigacional) de compra e venda com o comprador original (e não de voltar a ser proprietário do bem, automaticamente).

A diferença de naturezas entre os direitos expectativos repercute, não sem razão, no nível de proteção dos interesses do fiduciante na relação fiduciária. A sua expectativa de voltar a deter a propriedade efetiva do bem é maior (mais intensa) onde já há direito expectativo real à sua aquisição – sendo tal direito oponível *erga omnes* (inclusive perante a massa falida do fiduciário) – do que onde há mero direito expectativo obrigacional, em relação ao qual volta-se a estabelecer uma relação obrigacional para, a partir dela, se realizar então o negócio de disposição efetivo (que pode não ser cumprido pelo fiduciário ou, ainda que haja vontade de cumprir, pode não ser manifestada a tempo de evitar a sujeição do fiduciante aos efeitos da falência ou da recuperação judicial do fiduciário)³⁹.

Cessão Fiduciária de Créditos e Direitos em Garantia. Destacadas as principais distinções e semelhanças entre os negócios fiduciários propriamente ditos e os negócios indiretos, é possível agora analisar a situação específica da cessão de crédito ou de direitos em garantia. Afinal, o fim de garantia – tipo de finalidade mais comum dos negócios indiretos (mais especificamente, dos fiduciários em sentido técnico ou do tipo germânico) – pode ser viabilizado não apenas mediante a transferência de bens móveis ou imóveis, mas também pela cessão de direitos pessoais de caráter patrimonial⁴⁰.

Dessa forma, temos que a cessão de créditos ou de direitos em garantia é o negócio jurídico por meio do qual os devedores ou os terceiros por eles indicados transferem em benefício dos credores um direito patrimonial (correspondente a um crédito ou a um direito que permitirá adquirir um crédito no futuro), com a finalidade de garantir a dívida decorrente da relação financeira principal (a obrigação garantida) estabelecida entre os mesmos credores e devedores.

Sob uma primeira perspectiva, a cessão fiduciária de direitos em garantia pode configurar um negócio jurídico fiduciário em sentido técnico, caracterizado pela existência de um contrato de disposição (a cessão do direito patrimonial), conjugado com outro contrato, de natureza obrigacional, no qual o credor (fiduciário) compromete-se a restituir o

³⁹ Tem-se aqui clara a importância da separação entre o plano dos direitos das coisas e dos direitos das obrigações, conforme indicado por: SILVA, Clóvis do Couto e. *A Obrigação como Processo*. Reimp. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007. pp. 48-61.

⁴⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 364-365.

direito patrimonial que lhe fora transferido assim que verificada a satisfação da finalidade pretendida pelas partes. Se o fiduciante (cedente do direito e devedor da obrigação garantida) adimplir a obrigação decorrente da relação principal, nasce o dever de retransmissão do direito pelo fiduciário. No entanto, ocorrendo o inadimplemento da dívida principal, dois efeitos imediatos são verificados: (i) os direitos patrimoniais cedidos que já tenham vencido e gerado, portanto, efetivos créditos, tendo sido estes eventualmente retidos pelo fiduciário, com ele permanecerão, em caráter definitivo, até o montante total do valor da dívida (já acrescida de todos os encargos), sendo a parcela remanescente, se houver, transferida ao devedor⁴¹; mas, por outro lado, (ii) os direitos patrimoniais cedidos ainda não vencidos (direitos de crédito) ou que ainda não permitiram a aquisição de direitos de crédito propriamente ditos (direitos expectativos), deverão permanecer com o credor até o seu vencimento ou deverão ser negociados com terceiros, sendo o produto dessas operações revertido em benefício do fiduciário/credor, de forma que o valor do crédito inadimplido venha a ser integralmente pago e o eventual excedente de recursos transferido ao fiduciante/devedor⁴².

Na condição de um negócio fiduciário em sentido técnico, o fiduciante fica sujeito aos mesmos poderes de abuso e riscos fiduciários já anteriormente referidos, embora em uma condição menos gravosa, devido à própria natureza do objeto da garantia, bem como aos instrumentos processuais disponíveis para a sua tutela. Nos casos de recusa de retransmissão do direito patrimonial ou de transferência desse mesmo direito a terceiros, violando, portanto, a obrigação – *pacto fiduciae* – de não o fazer, o fiduciante poderá valer-se facilmente de outros bens do fiduciário para compensar os direitos patrimoniais cedidos (afinal, tais direitos são facilmente redutíveis a valores pecuniários). Ademais, poderá o fiduciante propor ação de execução por quantia certa, nos termos do art. 646 do CPCBra, o que se revela um meio processual muito mais célere comparativamente a outros disponíveis nas hipóteses em que se pretende pleitear a reaquisição de um bem móvel ou imóvel transferido fiduciariamente em garantia. Já no caso da falência ou penhora do fiduciário, a situação pouco difere da observada no caso das transferências fiduciárias de bens móveis e imóveis em garantia: o direito patrimonial é do fiduciário, de tal forma que este bem poderá ser inserido na massa falida ou arrolado para fins da penhora, cabendo ao fiduciante o direito

⁴¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 366.

⁴² Nesse mesmo sentido, conferir PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 348.

de executar o fiduciário por quantia certa ou mesmo inserir-se no rol de credores quirografários da falência, conforme o caso, na hipótese de existir eventual crédito remanescente que lhe devesse ser restituído.

No caso da cessão de direitos pessoais de caráter patrimonial em garantia, surge para o fiduciário também a obrigação de administrar minimamente os direitos cedidos. Por exemplo: cobrando os créditos, quando vencidos, e interrompendo a prescrição. Tratam-se de deveres mínimos de conservação, de forma a manter o valor dos direitos e, conseqüentemente, da própria garantia. Isso, contudo, não impede que os deveres de gestão e tutela dos direitos cedidos fiduciariamente não possam também ser significativamente ampliados, impondo mais obrigações ao fiduciário do que aqueles necessários para a simples conservação dos direitos cedidos, desde que isso seja pactuado de forma clara no contrato de cessão fiduciária. A contrapartida para o fiduciário por assumir esses deveres essenciais é simples: no caso de falência do fiduciante, os direitos cedidos são do fiduciário, deixando de integrar, conseqüentemente, a massa falida⁴³.

Mas os direitos pessoais de caráter patrimonial não são cedidos em garantia exclusivamente por decorrência de um negócio jurídico fiduciário em sentido técnico. Pontes de Miranda é claro ao afirmar que a cessão fiduciária de direitos pode ocorrer também sob a forma de um negócio jurídico fiduciário do tipo germânico ou indireto em sentido estrito. Para tanto, basta que as partes estabeleçam a respectiva cessão (negócio jurídico de disposição) sob condição resolutiva (arts. 127 e 1.359 do CCBra), ficando esta condição atrelada à plena adimplência da obrigação principal. Dessa forma, desaparece a relação obrigacional característica dos negócios fiduciários em sentido técnico – bem como os riscos fiduciários e a desproporção entre meios e fins dela decorrentes –, passando a restituição do direito patrimonial cedido a decorrer da lei e da vontade contratual das partes, e não mais exclusivamente da confiança mútua entre elas⁴⁴. O resultado prático dessa alteração de estrutura é mais benéfico para o fiduciante, pois, como a restituição decorre da cláusula

⁴³ “Se a transmissão foi para garantia, o credor-fiduciário tem direito à restituição, ou separação, quanto a todo o objeto, enquanto não se lhe paga a dívida. O síndico da execução concursal apenas pode exigir que se venda o bem e se entregue o resto à massa concursal. O mesmo há-se de observar quanto à cessão de crédito para garantia: o crédito não entra no concurso, porque não é mais do fiduciante, pôsto que o resto que se apurar se haja de entregar à massa concursal.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 182).

⁴⁴ “A respeito da cessão fiduciária para segurança, só há retrotransferência ipso iure (reversão automática, como se dá com a propriedade imobiliária resolúvel), se a cessão fiduciária foi sob condição resolutiva de ser solvida a dívida pelo cedente.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 366).

resolutiva, a titularidade do fiduciário sobre o direito patrimonial a ele transferido revela-se de natureza resolúvel, permitindo concluir que: “*Os direitos, formados ou formativos, que entram, com a aquisição, no patrimônio do fiduciário, podem ser objeto de execução por parte dos seus credores, inclusive execução concursal. Mas, de acordo com os princípios, o fiduciante é credor concursal, ou o é o terceiro a quem deve ser devolvido o bem da vida, pelo seu direito à devolução. O direito à separação ou restituição da coisa (Decreto-lei n. 7.661, de 21 de junho de 1945, arts. 76-79), ou a pretensão à execução por coisa certa (Código de Processo Civil, arts. 992-997) só existe se a transferência se deu sob condição resolutiva e essa se realizou.*”⁴⁵ (Destaque nosso).

Foi do aprimoramento da cessão fiduciária de direitos, consubstancia na forma de cessão fiduciária do tipo germânico, que o Direito brasileiro evoluiu ao ponto de tipificar o direito resultante deste negócio – qual seja: a titularidade fiduciária sobre dos direitos pessoais de caráter patrimonial – como uma das garantias reais admitidas em nosso sistema jurídico, passando o seu regime a ser determinado, portanto, ao menos em suas bases essenciais, nos termos da própria lei civil, e não mais exclusivamente pela vontade das partes ou pelas cláusulas resolutivas inerentes ao negócio. Trata-se, sem dúvida, de um reforço (de um esclarecimento) de algo que a lei já dispunha, mas que, por política legislativa, optou-se por dar-lhe maior destaque.

Negócios Jurídicos Indiretos, Negócios Fiduciários e Negócios Simulados. Antes de entrar na análise da titularidade de direitos patrimoniais enquanto garantia de caráter real, conforme previsto na legislação brasileira atualmente em vigor, cabe apenas destacar que a cessão fiduciária de direitos em garantia (atípica), seja por força de negócio fiduciário em sentido técnico ou do tipo germânico, de forma alguma pode ser assemelhada a um negócio jurídico simulado. Conforme explica Tullio Ascarelli⁴⁶, no caso dos negócios indiretos (fiduciários em sentido técnico ou do tipo germânico) as partes efetivamente desejam realizar os negócios a que se propõem, sujeitando-se aos seus respectivos regimes e efeitos jurídicos, sem os quais não lhes seria possível atingir o fim ulterior (não típico) pretendido. Já no negócio simulado, as partes, para alcançar o fim pretendido, declaram o que não corresponde ser a sua vontade real, passando a regular esta vontade real de forma clandestina

⁴⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. p. 181. Os arts. 76-79 do Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945, correspondem, com algumas modificações, aos arts. 85-93 da Lei de Falência e Recuperação, assim como os arts. 992-997 do antigo Código de Processo Civil correspondem aos arts. 621-628 do atual CPCBra.

⁴⁶ ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. pp. 178-180.

e sem nenhuma base no negócio declarado. Dessa forma, não há como enquadrar a cessão fiduciária de direitos em garantia na condição de negócio simulado, e, muito menos, em fraude à lei ou a credores⁴⁷, exceto quando outras circunstâncias fáticas assim determinem.

4.2. A Cessão Fiduciária em Garantia Típica e a sua Evolução Legislativa no Direito Positivo Brasileiro

Tipicidade. A medida que os negócios jurídicos fiduciários evoluem e ganham relevância no contexto econômico e social, a tendência é que eles, paulatinamente, comecem a entrar no sistema jurídico como novos negócios jurídicos típicos, cujos respectivos escopos passarão a refletir as mesmas finalidades ulteriores que as partes, antes da tipificação, almejavam ao celebrá-los⁴⁸. É o que se observa, de forma bastante destacada, no contexto das garantias reais no Brasil.

José Carlos Moreira Alves, ao comentar o instituto da alienação fiduciária no Direito brasileiro, é enfático ao afirmar que este, após a sua tipificação, perdeu suas características fiduciárias propriamente ditas, marcadas pela desproporção entre meio e fim, pela confiança depositada no fiduciário e pelo poder de abuso que a este é possibilitado⁴⁹. Na medida que em que a relação fiduciária passa a ser tutelada pela lei de forma absoluta, todo o seu regime precisa ser analisado de acordo com a respectiva disciplina legal. Não há mais que se falar em fidúcia em sentido técnico. O mesmo entendimento é manifestado por Pontes de Miranda, para quem: *“se a regra jurídica prevê, explicitamente, a categoria jurídica do negócio jurídico fiduciário, como acontece com os fideicomissos, tudo se passa em termos de interpretação, incidência e aplicação da lei. (...) A fidúcia regulada em lei apaga-se de certo modo a si-mesma. Apenas alude a que, nas origens do instituto, ela esteve; não está mais. (...) Onde a lei chega a esse ponto, o elemento de fidúcia passa a ser só histórico, porque se integrou no suporte fático da regra jurídica que o prevê.”*⁵⁰ (Destaques do próprio autor).

Pois bem, a análise da cessão fiduciária em garantia precisa, portanto, empreender-

⁴⁷ ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. pp. 180-185. Nesse mesmo sentido, ver também MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre...*, Ob. Cit. p. 63.

⁴⁸ ASCARELLI, Tullio. *Problemas...*, Ob. Cit. p. 160.

⁴⁹ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 31-32.

⁵⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 178-183.

se na revisão e interpretação dos preceitos legais que a tornam típica, mas sem deixar de comparar os seus aspectos funcionais específicos (tal como tipificados) com aqueles encontrados nos negócios indiretos (fiduciários do tipo romano ou germânico). Nesse sentido, desde já cabe um destaque importante: conforme será visto adiante neste trabalho, a cessão fiduciária típica, enquanto um negócio jurídico que permite a constituição de uma garantia de caráter real, tem, conforme defende parte majoritária da doutrina brasileira⁵¹, extensão limitada, sendo válida apenas entre partes inseridas em operações realizadas no mercado imobiliário, financeiro e de capitais. Dessa forma, para uma grande parcela dos negócios que pretendam fazer uso da cessão fiduciária de direitos pessoais patrimoniais em garantia, suas respectivas partes precisarão continuar a se valer dos negócios fiduciários, cujo nível de proteção legal pode ser significativamente menor, a depender do tipo escolhido (em sentido técnico ou do tipo germânico)⁵².

O presente trabalho focará na cessão fiduciária conforme tipificada no Direito brasileiro, mas sem deixar de fazer, com os cuidados que requerem, as correlações pertinentes com a cessão fiduciária atípica em sentido técnico ou do tipo romano, tendo em vista a ampla aplicação destas para uma grande parcela das relações econômicas que requerem garantias com substância econômica e jurídica.

Evolução Legislativa. Antes que se possa empreender a análise da cessão fiduciária típica no Direito brasileiro, é válido fazer um rápido apanhado de sua evolução legislativa⁵³, com a finalidade de posicionar as bases essenciais do instituto.

Como parte do conjunto de incentivos à indústria de construção civil nacional, em especial aquela destinada à população de baixa renda, foi promulgada a Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965, que passou a prever, em seu art. 22, uma nova modalidade de garantia real: a titularidade fiduciária de direitos de crédito, constituída a partir da celebração de um negócio de cessão fiduciária. Essa garantia, contudo, podia ser utilizada apenas no contexto

⁵¹ Vide Nota de Rodapé nº 1 deste Capítulo IV.

⁵² Conforme antecipado na Nota de Rodapé nº 1 deste Capítulo IV, além do recurso ao negócio fiduciário propriamente dito, em sentido estrito ou do tipo germânico (art. 1.359 do CCBra), é possível argumentar ainda pela aplicação da alienação fiduciária típica, prevista nos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra, se admitirmos uma possível crítica à visão tradicional da doutrina brasileira que restringe o campo de aplicação da alienação fiduciária apenas aos bens móveis infungíveis (corpóreos), e não aos direitos patrimoniais em sentido mais estrito (direitos de crédito), mesmo quando estes aproximam-se da infungibilidade. Voltaremos a este tema no Subcapítulo 6.2.

⁵³ Para uma visão mais detalhada do histórico legislativo da cessão fiduciária em garantia no Direito brasileiro, conferir: (i) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 351-361; e (ii) SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 37-49.

de financiamentos concedidos pela Caixa Econômica Federal e pelas demais sociedades de crédito imobiliário para os projetos que cumprissem com as políticas habitacionais legalmente previstas. Ademais, limitava-se a ter como objeto apenas os direitos decorrentes dos contratos de alienação das unidades habitacionais integrantes dos referidos projetos. Por essa razão, seu campo de aplicação era, na prática, bastante diminuto, sendo certo também que a limitação de seu objeto impedia a constituição de uma garantia real típica sobre outros direitos patrimoniais em geral (não atrelados, por consequência, ao setor imobiliário).

Se a Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965, foi capaz de promover o desenvolvimento dos projetos de construção civil no Brasil, por outro aspecto ela deixou a desejar no que se refere ao estabelecimento de garantias mais efetivas aplicáveis na aquisição de bens imóveis (ou seja, na ponta do consumo). Dessa forma, visando corrigir esse problema, e também incentivar (novamente) a indústria da construção civil, que se encontrava, desde meados da década de oitenta, em forte recessão, foi promulgada a Lei nº 9.514/1997.

O grande mérito do novo marco legal instituído a partir de 1997 foi (i) estabelecer e disciplinar novas garantias reais aplicáveis aos negócios de compra e venda do setor imobiliário, em especial, a propriedade fiduciária sobre bens imóveis, bem como (ii) regulamentar de forma mais detalhada a titularidade fiduciária dos direitos em garantia. Esta última, apesar de passar a dispor de um regime jurídico mais claro quanto à sua estrutura formal e funcional, permanecia limitada aos financiamentos realizados no mercado imobiliário, além de continuar a ter como objeto, exclusivamente, direitos de crédito decorrentes de “*contratos de venda ou promessa de venda de imóveis*” (art. 17, II, da Lei nº 9.514/1997).

Em agosto de 2004, incentivado pela boa experiência proporcionada pelo mercado imobiliário, e também pelas incertezas que ainda pairavam sobre os negócios fiduciários atípicos, o legislador brasileiro optou por dar um passo adicional e ampliar o campo de aplicação da cessão fiduciária de direitos em garantia. Dessa forma, diante da promulgação da Lei nº 10.931/2004, o antigo art. 66-A da Lei nº 4.728/1965 foi alterado, de forma que, além da modificação formal de sua numeração (de 66-A para 66-B), passou a permitir (i) a titularidade fiduciária de direitos como uma das possíveis garantias reais admissíveis também no contexto de operações realizadas no mercado financeiro e de capitais, bem como (ii) a utilização de quaisquer “*direitos sobre coisas móveis*” (§ 3º do atual art. 66-B da Lei nº 4.728/1965) como objeto de tais garantias.

A partir de então, abriu-se um amplo leque de oportunidades, que foram aproveitadas pelos agentes econômicos desses mercados para viabilizar suas respectivas operações, sendo, atualmente, bastante vastos os exemplos de titularidades fiduciárias de direitos como forma de garantia real. Mas o que é mais importante para os fins deste trabalho é destacar que, a partir da alteração introduzida na Lei nº 4.728/1965, tornou-se inquestionável, ao menos para operações realizadas no mercado financeiro e de capitais, a utilização de quaisquer direitos de crédito como objeto da titularidade fiduciária em garantia, incluindo, conseqüentemente, aqueles relativos aos dividendos societários, cuja natureza seja puramente patrimonial, a saber: o Direito Expectativo aos Dividendos e o Direito de Crédito de Dividendos. Tal hipótese nunca havia sido admitida na doutrina brasileira (exceto na condição de negócio jurídico fiduciário ou indireto)⁵⁴, mesmo diante de dispositivo legal expresso no âmbito da alienação fiduciária (conforme regulada, originalmente, pela Lei nº 4.728/1965, e, posteriormente, pelos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra) que podia (como ainda pode) permitir tal interpretação.

Dessa forma, em resumo, teríamos os seguintes regimes jurídicos em matéria de cessão fiduciária de direitos pessoais de caráter patrimonial no Brasil:

Quadro 4.2 – Regime Jurídico da Cessão Fiduciária no Direito Privado Brasileiro

Regime Jurídico da Cessão Fiduciária				
Espécie	Tipicidade	Base Legal Relevante	Aplicação	Objeto
Negócio Fiduciário em Sentido Técnico	Não	Arts. 121-137 e 286-298 do CCBra	Irrestrita	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.
Negócio Fiduciário do Tipo Germânico	Não	Arts. 121-137; 286-298 e 1.359 do CCBra	Irrestrita	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.
Cessão Fiduciária de Créditos Imobiliários	Sim	Arts. 17-20 da Lei nº 9.514/1997	Mercado Imobiliário	Apenas créditos decorrentes de contratos de alienação de imóveis.
Cessão Fiduciária de Direitos em Geral	A ⁵⁵	Sim	Arts. 1.361-1.368-A do CCBra	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.
	B ⁵⁶	Sim	Art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/1965	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.

Para verificar a forma como o Direito Expectativo aos Dividendos e o Direito de Crédito de Dividendos podem ser objeto de garantia real no sistema jurídico brasileiro,

⁵⁴ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 134-135.

⁵⁵ Hipótese negada pela maioria da doutrina brasileira, conforme destacado na Nota de Rodapé nº 1 deste Capítulo IV.

⁵⁶ Hipótese aceita de forma unânime na doutrina brasileira. Por todos, ver: CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 351-361.

seguiremos a orientação de José Carlos Moreira Alves⁵⁷, passando a analisar, de maneira segregada, dois institutos diretamente relacionados, mas distintos entre si:

- 1) O contrato de cessão fiduciária em garantia; e
- 2) A titularidade fiduciária de direitos pessoais de caráter patrimonial.

O primeiro é título para a transferência da segunda, que é – esta sim – garantia com eficácia real⁵⁸ admitida em nosso Direito.

⁵⁷ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 45-46. A mesma estrutura de análise sugerida por José Carlos Moreira Alves já foi utilizada por outro autor brasileiro para o estudo de instituto similar. Nesse sentido, conferir: PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. pp. 97-213.

⁵⁸ A titularidade fiduciária qualifica-se como um direito real sobre direitos, com limitações ou restrições que resultam da sua finalidade jurídica: a garantia. Por essa razão, pode ser entendido como um direito real limitado de garantia, nas hipóteses em que decorrer de negócios jurídicos fiduciários típicos, ou como um direito real (pleno ou não) em garantia, nos casos em que resultar de um negócio fiduciário atípico. Seja como for, opta-se aqui por empregar, simplesmente, as expressões *garantias reais* ou *garantias com eficácia ou caráter real*, as quais, quando referidas à titularidade fiduciária de direitos, podem dizer respeito tanto aos casos de titularidade fiduciária resultantes de negócios jurídicos típicos, quanto aos de titularidade fiduciária decorrentes de negócios fiduciários (atípicos). Analisaremos essa distinção em maiores detalhes no Capítulo VIII deste trabalho.

CAPÍTULO V: A NATUREZA JURÍDICA DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

5.1. A Natureza Contratual (Dispositiva) da Cessão Fiduciária em Garantia

Ao analisar a cessão fiduciária em garantia (ou simplesmente, a *cessão fiduciária*¹), revela-se imprescindível qualificá-la de acordo com uma das categorias dogmáticas admitidas no Direito brasileiro, de forma a ser possível, a partir de tal categorização, extrair o regime jurídico que lhe é próprio².

Dessa forma, o art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 determina, em seu § 3º, que é admitida “(...) a *alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito (...)*”, sendo que, em seu *caput*, faz uma referência expressa aos requisitos que “o *contrato de alienação fiduciária celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais (...)*” deve conter. Como é possível verificar, embora a lei claramente atribua à alienação fiduciária a qualidade de contrato (ou seja, de negócio jurídico, qualidade esta que a doutrina brasileira nunca deixou de reconhecer³), nada diz a respeito da cessão fiduciária de direitos. Mas esse silêncio é apenas aparente. Isso porque o § 4º do art. 66-B determina ser aplicável à cessão fiduciária de *direitos sobre coisas móveis*, realizada no âmbito do mercado financeiro e de capitais, o disposto no art. 18 da Lei

¹ Em diversas passagens ao longo deste trabalho, empregamos a expressão “cessão fiduciária de direitos em garantia” para deixar clara a ideia do uso (mediante transferência de titularidade) de um direito patrimonial (normalmente, mas não necessariamente, um direito de crédito) como forma de garantia de uma determinada dívida. A referência a esse negócio jurídico a partir da sua finalidade precípua (ou seja: “em garantia”) justificava-se muito em função de sua origem histórica, pois, como visto no Capítulo IV, antes da promulgação da Lei nº 10.931/2004, que promoveu a titularidade fiduciária de direitos (em garantia) à condição de verdadeira garantia *real*, a finalidade de fato perseguida pelas partes ao celebrarem um negócio fiduciário (em sentido técnico ou do tipo germânico) podia contemplar também outras hipóteses legítimas, associadas, por exemplo, e exclusivamente, à administração de bens ou à representação no exercício de direitos. Dessa maneira, informar a finalidade do negócio na sua própria denominação facilitava bastante o fluxo de informações e os processos interpretativos, embora não fosse, por óbvio, determinante para a qualificação da sua natureza jurídica. Atualmente, tal orientação se revela desnecessária, já que a própria lei atribuiu ao instituto apenas uma única e clara função: a garantia. No entanto, apesar da redundância, o uso da expressão “em garantia” ajuda a reforçar a finalidade do negócio jurídico, motivo pelo qual não há qualquer prejuízo em continuar a empregá-lo, a exemplo do que já faz, inclusive, a própria lei (vide: art. 18 da Lei nº 9.514/97). Pela mesma razão, não há também qualquer problema (e assim a lei também optou por fazer) em se utilizar a expressão “fiduciária” para se referir aos institutos legais típicos (alienação fiduciária e cessão fiduciária) que passaram a ser expressamente contemplados em nosso Direito após a disseminação dos negócios fiduciários que lhes deram origem, muito embora verdadeira “fidúcia” neles, conforme agora tipificados, não mais exista. Assim, desde que se entenda a razão para o uso das palavras, não há prejuízo em continuar a empregá-las, ainda que por pura referência à sua origem histórica.

² Cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 51.

³ Mesmo quando a Lei nº 4.728/1965 não empregava, na redação original do art. 66 (atualmente em vigor nos termos do art. 66-B), a expressão “contrato” para caracterizar a alienação fiduciária em garantia, já era admitida a sua natureza enquanto tal, cf. determinou ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 52.

nº 9.514/1997, no qual fica claro não apenas ser a cessão fiduciária um negócio jurídico bilateral (contrato), como também ter este contrato caráter típico⁴, já que, além de seu regime estar disciplinado nos termos da própria lei, apresenta (i) como *causa* (típica) a transferência, em benefício do fiduciário, da titularidade resolúvel sobre direitos patrimoniais⁵ pertencentes ao fiduciante e (ii) como *fim* (também típico) a atribuição de uma garantia real fundada na própria titularidade resolúvel (ou, no contexto específico da cessão fiduciária, também referida como *titularidade fiduciária*). O contrato é, portanto, a exemplo do que já ocorre com outras garantias reais e também com as cessões fiduciárias atípicas (em sentido técnico ou do tipo germânico), a base essencial de transmissão da titularidade fiduciária.

A formação de uma garantia real como resultado finalístico típico do contrato de cessão fiduciária de direitos decorre da própria estruturação da garantia, conforme atualmente disposta em lei especial. O § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 acabou por criar um novo tipo de garantia real no sistema jurídico brasileiro⁶, ao prever, de forma expressa, que o negócio de cessão fiduciária transmite a propriedade (que, em seu sentido amplíssimo, pode ser entendida também como titularidade sobre direitos⁷) em caráter resolúvel, ficando a referida resolubilidade diretamente atrelada à satisfação plena da dívida garantida, de forma que, uma vez verificado o inadimplemento desta dívida, o credor/fiduciário estará apto a alienar o objeto da propriedade fiduciária – vale dizer: a transferir onerosamente a terceiros os direitos patrimoniais que lhe foram cedidos em garantia –, empregando os respectivos recursos no abatimento do valor total do crédito não

⁴ A tipificação deste contrato no Direito brasileiro é, de fato, irrefutável, diante da própria redação apresentada no art. 18 da Lei nº 9.514/1997, que determina: “*Art. 18. O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, e conterá, além de outros elementos, os seguintes: I – o total da dívida ou sua estimativa; II – o local, a data e a forma de pagamento; III – a taxa de juros; e IV – a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária.*”

⁵ A cessão fiduciária de direitos, enquanto negócio jurídico dispositivo por meio do qual se constitui uma garantia de natureza real, pode ter por objeto – a exemplo do que já ocorre em qualquer negócio jurídico de cessão de crédito – não apenas direitos de crédito propriamente ditos, resultantes dos vínculos obrigacionais estabelecidos entre o fiduciante e eventuais terceiros que com ele transacionem (os devedores dos direitos de crédito cedidos), mas todo e qualquer direito de caráter patrimonial, exceto, é claro, aqueles em relação aos quais a lei preveja forma específica de disposição. Assim já lecionava PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 423. A observação é, desde logo, pertinente, pois, conforme será visto adiante, um dos direitos que pode ser cedido fiduciariamente em garantia (e, na verdade, deve ser cedido, em razão da maior segurança jurídica que atribui ao negócio) é o Direito Expectativo aos Dividendos, ou seja, o direito que garantirá ao seu titular se tornar, diretamente, também titular dos direitos expectados aos dividendos deliberados (Direito de Crédito de Dividendo).

⁶ Assim entendem: (i) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 356-357; e (ii) SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 56-57.

⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XI (atualizado por Fachin), Ob. Cit. p. 9.

pago pelo devedor/fiduciante. Essa mesma conclusão é reforçada também em função de características adicionais que a lei atribui ao instituto e que são encontradas apenas no regime jurídico de outras garantias de caráter real previstas no sistema jurídico brasileiro, tais como: (i) a exigência quanto à descrição detalhada, em contrato, dos objetos cedidos (ou atribuídos) em garantia, assim como do valor da dívida principal, dos juros e dos prazos de vencimento aplicáveis (art. 18, I, II, III e IV, da Lei nº 9.514/1997, conjugado com o § 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965); (ii) o estabelecimento dos direitos essenciais dos credores fiduciários durante a vigência e a excussão da garantia (arts. 19 e 20 da Lei nº 9.514/1997, conjugados com o § 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965); (iii) a extensão das hipóteses legais de vencimento antecipado da dívida, conforme aplicáveis às demais garantias de caráter real admitidas do Brasil, para fins de verificação das condições resolutivas da garantia fiduciária (art. 1.425 do CCBra, conjugado com o § 5º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965); (iv) a fixação dos deveres imputáveis ao devedor fiduciante, que são igualmente atribuídos ao devedor pignoratício (art. 1.435 do CCBra, conjugado com o § 5º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965); e (v) a determinação das hipóteses de extinção da garantia fiduciária, cujo regime também se destina a regular as extinções relativas ao penhor (art. 1.436 do CCBra, conjugado com o § 5º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965). Todas essas características são bastante contundentes para qualificar a titularidade fiduciária decorrente dos contratos de cessão fiduciária como mais uma forma de garantia real prevista no ordenamento jurídico brasileiro, pois, quando conjuntamente consideradas, acabam por atribuir ao seu respectivo titular todas as qualidades verificadas em tais institutos: há relação direta (pertinência de vínculo jurídico) entre o direito (real de garantia) constituído em benefício do credor fiduciante e os direitos patrimoniais que lhe servem de objeto, de forma que é possível concebê-la (a garantia) em um caráter absoluto, com eficácia *erga omnes* e dispondo de preferência e hierarquia em relação a quaisquer outras pretensões reais que possam existir contra esses direitos⁸. Reconhece-se à titularidade fiduciária, portanto, imunidade em relação a disposições posteriores, a execuções judiciais e a processos falimentares e de recuperação de empresas (arts. 49, § 3º, 85 e ss., e 119, IX, da Lei de Falência e Recuperação)⁹.

⁸ Cf. CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual do Direito de Crédito. Do Caráter Real do Direito de Crédito*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2005. pp. 457-472.

⁹ Adicionalmente, parte da doutrina brasileira costuma utilizar o disposto no § 1º do art. 17 da Lei nº 9.514/1997 como argumento adicional (e, por vezes, principal) para determinar o caráter real da titularidade fiduciária. Nesse preceito legal, atribui-se expressamente aos direitos patrimoniais que servem de objeto da titularidade fiduciária a natureza de “direitos reais”. No entanto, tal argumento precisa ser considerado com ressalvas, devido ao caráter evidentemente restrito da aplicação do referido artigo. O § 1º do art. 17 da Lei nº 9.514/1997 determina que se constitui direito real sobre os objetos referidos nos incisos II, III e IV do mesmo artigo, entre

Pois bem, ao ter por finalidade a formação de uma garantia real, os contratos típicos de cessão fiduciária de direitos apresentam os mesmos atributos jurídicos de outros contratos relativos a direitos similares (vale dizer, contrato de penhor, de anticrese, de hipoteca e de alienação fiduciária). Tratam-se de contratos (negócios jurídicos bilaterais) que não se situam no campo do direito obrigacional, pois não têm por propósito a criação, modificação ou extinção de obrigações entre as partes (embora estas possam, evidentemente, estipular alguns vínculos obrigacionais no corpo do mesmo documento), mas sim a constituição ou transferência de direitos reais, razão pela qual estão mais bem alocados ao conjunto dos contratos de *direito das coisas* ou de *disposição* (os chamados *Einigung* do Direito alemão, aos quais Pontes de Miranda preferia se referir como contratos *júri-reais*¹⁰).

A base teórica desta constatação está, segundo defendem importantes autores brasileiros¹¹, no fato de que, muito embora nosso sistema jurídico pareça compartilhar apenas a distinção dicotômica entre contrato obrigacional, de um lado, e o modo de aquisição (por tradição ou registro) de direitos reais, de outro, a verdade é que entre eles há também um contrato de disposição, ou seja, um “*acordo de vontade das partes do contrato obrigatório para o adimplemento da obrigação (que é a transmissão da propriedade)*,”

os quais se incluem, mais precisamente no inciso II, a “*cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis*.”. Ocorre que o § 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965, ao submeter a cessão fiduciária de direitos ao regime da Lei nº 9.514/1997, não fez expressa referência ao art. 17, razão pela qual não é possível, ao menos formalmente, estender a atribuição de direito real à garantia dela decorrente. Tal atribuição ficaria restrita, portanto, às garantias constituídas sobre os direitos patrimoniais relacionados exclusivamente aos contratos de alienação de imóveis. No entanto, o fato de não ser possível aplicar o § 1º do art. 17 diretamente às demais hipóteses de cessão fiduciária de direitos não é determinante para afastar a qualidade de direito real à titularidade fiduciária sobre os direitos que lhe servem de objeto, pois, conforme já foi exposto acima, o regime legal está estruturado de forma a estabelecer a referida garantia como verdadeiro direito real, atribuí-lhe, inclusive, as prerrogativas e características próprias deste. As diversas referências cruzadas ao regime jurídico de outras garantias reais são, inclusive, uma forte evidência nesse sentido. Dessa forma, o disposto no art. 17, § 1º, da Lei nº 9.514/1997 pode até ser usado como argumento de reforço, mas quando fica limitado a si mesmo, pode-se incorrer no problema formal acima indicado, além de (e isso é o mais importante) esconder as verdadeiras razões que tornam a titularidade fiduciária, a luz do Direito brasileiro atual, uma das espécies de garantia de caráter real. Por fim, cabe destacar que, nos momentos iniciais da tipificação da alienação fiduciária, bem como da propriedade fiduciária dela decorrente, também não havia qualquer linguagem legal expressa qualificando esta última como uma garantia de caráter real, fato este que não foi suficiente para que José Carlos Moreira Alves deixasse de reconhecer tal atributo a essa garantia (ainda que afirmasse não ser ela um típico direito real limitado de garantia (penhor, hipoteca ou anticrese)) (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 51-77; e 153-172).

¹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo III (atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr.), Ob. Cit. pp. 224-225.

¹¹ Nesse sentido: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 53-54; (ii) SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob. Cit. pp. 48-61; (iii) VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. pp. 224-245; (iv) LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos: Reflexões sobre a Causalidade na Transmissão de Bens no Direito Brasileiro*. Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná. nº 42. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2005; e (v) ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. *Direito das Causas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Livreiro Editor, 1908 e 1910. p. 163.

acordo esse que se perfaz com a tradição ou com a transcrição.”¹² (Destaque nosso). Dessa forma, o Direito brasileiro não se filiou nem ao sistema francês de transmissão de propriedade, no qual o mero contrato já é capaz de transferi-la, e nem ao sistema alemão de separação absoluta dos planos do direito das coisas e do direito das obrigações, marcado pela excessiva abstração dos negócios jurídicos de disposição e também pela tricotomia da transferência da propriedade, qual seja: (1) um negócio jurídico obrigacional (*Grundgeschäft*), que gera o dever de transferência da propriedade, (2) um negócio jurídico de disposição ou de transmissão *inter vivos* (*Einigung* – contrato do direito das coisas), que é mero acordo de vontades para que se cumpra a obrigação mediante a tradição ou a transcrição, e (3) uma transmissão propriamente dita, que é modo de aquisição, realizável mediante a tradição (*Übergabe*), no caso dos bens móveis, ou do registro (*Eintragung*), no caso dos bens imóveis¹³. Na realidade, nosso Direito optou por um regime intermediário, também caracterizado pela separação entre os planos dos direitos reais e obrigacionais, bem como pela adoção dos três elementos de atribuição de propriedade que foram bem delineados no direito germânico, mas sem deixar de atribuir ao negócio de disposição caráter efetivamente causal (ponto fundamental de diferença em relação ao Direito alemão). Por isso falar-se, no Brasil, na existência de uma separação meramente “relativa” dos planos¹⁴: ao mesmo tempo em que não se nega tal separação, aos negócios jurídicos a eles pertinentes rejeita-se a abstração¹⁵.

O Direito alemão desenvolveu o sistema tricotômico pela necessidade de determinar o caráter abstrato dos negócios jurídicos de disposição, o que significa dizer, em outras palavras, impedir que eventuais nulidades verificadas no plano do negócio jurídico obrigacional (como a compra e venda, por exemplo) afetassem o negócio de disposição relativo ao bem transferido e, por consequência, o direito de propriedade estabelecido a partir dele. No Brasil, apesar de a doutrina rejeitar a tese da abstração dos negócios jurídicos de

¹² ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 54.

¹³ CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 69.

¹⁴ SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob. Cit. p. 51.

¹⁵ Para um entendimento adequado do que é um negócio jurídico abstrato, vale a lição de J. M. Antunes Varella: “*Diz-se abstrato o negócio cuja validade não é prejudicada pelas faltas ou defeitos inerentes à relação jurídica fundamental que lhe serve de base. Na fixação do seu regime jurídico abstrai-se da causa negotti. A emissão e o endosso da letra de câmbio (ou dos títulos à ordem, em geral) constituem negócios abstractos (...). Certos negócios de transmissão de direitos reais são considerados no direito germânico como negócios abstractos, porque os vícios ligados à relação fundamental (compra, doação, troca, constituição de sociedade, etc.) podem obrigar o adquirente a restituir, nas relações entre partes, mas não dão lugar ao efeito real próprio da nulidade ou da anulação.*” (VARELA, João de Matos Antunes. *Das Obrigações em Geral*. Tomo II. 7ª Edição. Coimbra: Almedina, 1999. p. 299).

disposição¹⁶, qualificando-os necessariamente como causais¹⁷, exceto nos casos em que a lei expressamente determinar o contrário (tal qual ocorre, p. ex., na letra de câmbio), não deixa de reconhecê-los como negócios jurídicos distintos dos vínculos obrigacionais que lhes servem de base. O problema que se coloca é, pois, mais quanto à dificuldade prática de se enxergar os negócios de disposição de forma autônoma das relações obrigacionais a eles subjacentes, já que estão frequentemente – em uma perspectiva social e econômica – intrínsecos e inerentes a essas relações, do que propriamente negar a sua existência enquanto tais. Dessa forma, quando se adquire um certo bem, é certo que há dois acordos: um obrigacional, no qual as partes querem se obrigar a tal negócio, e outro efetivamente dispositivo (do direito das coisas), no qual as partes querem adimplir a sua prestação mediante a transferência do bem. Em alguns casos, esses dois negócios estão tão conjugados, que se torna difícil separá-los em dois negócios distintos, a ponto de parte da doutrina falar na existência de um único contrato, de caráter obrigatório-translativo¹⁸. Essa hipótese ocorreria no caso das partes que celebram contrato de compra e venda de um determinado equipamento, acertam o seu preço, as condições de pagamento, outras avenças quaisquer e, ato contínuo, realizam a tradição do bem. Não há ali, por certo, uma distinção clara entre as obrigações pactuadas e o negócio de disposição em si mesmo, pois ambos se confundem, no plano psicológico, mas não no jurídico, em um só negócio¹⁹. Em outros casos, há, no entanto,

¹⁶ Como referência, ver: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 53-54; (ii) SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob. Cit. pp. 48-61; (iii) VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. pp. 224-245; e (iii) LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 146-151. A exceção fica por Pontes de Miranda, para quem, com a ressalva dos bens móveis, os negócios jurídicos de disposição (em especial, de bens imóveis e cessão de créditos) seriam necessariamente abstratos (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 348).

¹⁷ O reconhecimento da causalidade dos negócios jurídicos implica a necessária vinculação entre o negócio jurídico base (obrigacional) e o negócio dispositivo dele decorrente. Dessa forma, eventuais invalidades do primeiro afetarão a validade do segundo, determinando, portanto, a restituição da propriedade ao transferente original.

¹⁸ Nessa linha, Darcy Bessone, para quem o contrato de compra e venda seria de natureza real-obrigacional porque é “*cumulativo de efeitos obrigatórios e reais, sem que a fusão conduzisse integralmente ao sistema franco-italiano da transferência da propriedade só pelo contrato. Reduzimos a uma única convenção (...). Aconteceria, então, que o título conteria também o acordo translativo, ou seja, o acordo (real, quanto aos seus efeitos) sobre a própria translação do domínio*” (BESSONE, Darcy. *Promessa de Compra e Venda de Imóveis*. nº 15. Belo Horizonte: Estabelecimento Gráficos Santa Maria S.A., 1952. p. 57).

¹⁹ “*A separação dos planos é decorrência lógica da distinção entre negócio jurídico obrigacional e real, pois, mesmo dentro do âmbito estrito do direito das obrigações, o adimplemento, como ato que extingue a obrigação, se opera em fase diversa e distanciada da do nascimento do vínculo. Quando o adimplemento da obrigação importa, entretanto, em alienação de domínio, não poderia o negócio obrigacional atingir área que lhe é estranha, necessitando, em tais hipóteses, para que o adimplemento se consuma, da existência de negócio jurídico de direito das coisas. Certo, no plano sociológico tal separação muitas vezes não é percebida, nem materialmente perceptível. No plano jurídico, porém, ela o é, além de necessária, evidenciando-se nítido o discrimine entre o ato que cria a obrigação e o que satisfaz.*” (SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob.

mais clara a distinção entre os dois. É o que ocorre, por exemplo, na compra e venda com pacto de retrovenda. Para aqueles que entendem ser este um caso no qual o direito de propriedade atribuído ao comprador não é resolúvel²⁰, apresenta-se a seguinte situação: o vendedor exerce seu direito de retrato (art. 507 do CCBra) obrigando o comprador a entrar em novo vínculo obrigacional de compra e venda, a partir do qual as partes celebrarão o negócio dispositivo do bem, ou seja, manifestarão a sua vontade de adimplir a obrigação mediante a entrega (tradição) do bem. Ora, embora não se discuta que, diante do exercício do direito potestativo de retrato, o vínculo obrigacional entre as partes tenha se estabelecido, não é necessariamente verdade que o antigo comprador (agora vendedor) celebrará o negócio de disposição relativo à transmissão do bem. Ele pode perfeitamente se recusar a fazê-lo, não havendo fundamento, portanto, para a transmissão do bem em si. Ao pretendente comprador (antigo vendedor) restará pleitear perdas e danos em razão da frustração da reaquisição, mas não poderá impetrar qualquer ação reivindicatória relativa ao bem, pois este não lhe pertence e nem pode pertencer sem a manifestação favorável da contraparte nesse sentido²¹. Eis aí, claramente, o negócio dispositivo não celebrado, ainda que existente o vínculo obrigacional que lhe dá sustentação. Tivesse o vendedor manifestado a concordância de retransmitir o bem, voltar-se-ia a ter confusão, no plano social, mas não no jurídico, dos dois negócios realizados.

Se este último exemplo demonstra bem a distinção entre os dois negócios, obrigacional e de disposição (que, em conjunto, desencadeiam o ato relativo ao modo de disposição), há outros, por sua vez, que reforçam ainda mais o caráter dispositivo puro de certos negócios²². No caso dos contratos relativos às garantias de caráter real (dos quais a

Cit. p. 51).

²⁰ Vide Nota de Rodapé nº 28 do Capítulo IV.

²¹ É diferente, portanto, da propriedade resolúvel, com base no art. 1.359 do CCBra. Para os que entendem ser este o caso da propriedade resultante da compra e venda com pacto de retrovenda, então, mediante o exercício do direito de retrato, haveria a resolução da propriedade, passando o antigo comprador a ser possuidor ilegítimo do bem e cabendo ao antigo vendedor propor as devidas ações reivindicatórias (e não mais indenizatórias por descumprimento de contrato obrigacional).

²² Em alguns casos, o vínculo obrigacional é praticamente inexistente ou, quando existente, revela-se sem importância para o negócio de disposição em si. Nesse sentido, Rafael Domingos Faiardo Vanzella apresenta importante exemplo, no qual o contrato dispositivo ganha ainda mais evidência, sobressaindo-se ao ato meramente obrigacional e ao ato de transmissão do direito (modo de aquisição): *“A ideia do contrato de disposição é vital. (...) Nos exemplos escolares, de “compra e venda” de uma simples barra de chocolate (...), os contratantes jamais querem se obrigar, senão apenas alienar e adquirir. Contrato de compra e venda só há o de linguagem comum: (...) “vender” é prometer alienar a propriedade sobre a coisa e prometer adquirir a propriedade sobre o preço, e “comprar”, prometer alienar a propriedade sobre o preço e prometer adquirir a propriedade sobre a coisa. É, em tudo, um “pré-contrato”: pelo contrato de compra e venda, os contratantes se obrigam a celebrar dois contratos de disposição; é isso o que diz o art. 481 do CC/2020. De maneira que não há o menor sentido em identificar vínculos obrigacionais naquelas “trocas” do cotidiano, pois os*

alienação e a cessão fiduciárias fazem parte), o contrato de disposição revela-se evidente, tendo em vista que neles há apenas uma vontade de constituir ou transmitir direito real, pura e simplesmente, e não uma vontade de se obrigar a tal constituição ou transmissão²³. Esta última existe, de forma expressa ou tácita, no âmbito da relação financeira a ser garantida²⁴. Mas o negócio jurídico de formação da garantia real em si é de caráter de disposição (plano do direito das coisas).

Se a natureza dispositiva é clara nos contratos da transmissão de bens corpóreos, bem como nos de constituição de direitos reais a eles relativos, seria essa mesma característica aplicável também no caso de cessão de créditos (e de cessão fiduciária de créditos ou direitos, em particular)? Afinal, mesmo diante do caráter de garantia real dos direitos cedidos para fins da cessão fiduciária, há neles simples cessão de direitos (decorrentes de vínculos obrigacionais firmados entre o credor e terceiros). Desde logo, é preciso concluir que na cessão fiduciária, há contrato de disposição porque seu propósito é exatamente o mesmo: permitir o surgimento de um direito real, fundado na transferência de titularidade sobre os direitos de crédito.

Os juristas brasileiros e estrangeiros são bastante contundentes no sentido de aceitar o caráter de disposição também para a cessão de créditos ou de outros direitos patrimoniais, uma vez que os créditos (assim como os direitos a eles relativos), quando analisados em uma perspectiva externa à relação obrigacional da qual decorrem – ou seja, enquanto bens integrantes de um patrimônio – transformam-se em verdadeiros elementos patrimoniais transacionáveis e negociáveis, como qualquer outra riqueza (em especial, os bens corpóreos) integrante deste mesmo patrimônio²⁵. Por isso ser difícil não concordar com a posição de

contratantes não estão a buscar promessas e futuridade, e sim, instantaneamente, a propriedade sobre coisas cuja fungibilidade é estranha ao tipo normativo da compra e venda. Eles não compram e vendem, isto é, não se obrigam; alienam e adquirem, simplesmente (...).” (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 251).

²³ “Nos [contratos] de garantia, quando alguém diz que “dá em hipoteca determinado imóvel para garantir mútuo anteriormente realizado”, cuida-se de negócio de direito das coisas, negócio esse que não é decorrência lógica do mútuo, porque existem empréstimos sem garantia real, e o acordo de constituição do ônus é negócio jurídico no plano dos direitos reais. E aí se faz imprescindível a vontade dirigida à constituição do gravame. Essa, por sua vez, não se poderá considerar implícita no mútuo.” (Acréscimo nosso) (SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob. Cit. p. 53).

²⁴ É bastante comum em operações do mercado financeiro ou de capitais que as partes estabeleçam, como obrigação do contrato de financiamento realizado, a constituição de certas garantias. O vínculo obrigacional está, portanto, ali presente. No contrato de constituição da garantia real propriamente dito, sai a vontade de se obrigar (já manifestada anteriormente) e entra a vontade de adimplir, mediante a constituição da garantia real, o que o vínculo obrigacional estabeleceu. Por isso dizer que os contratos de garantia real são de disposição (o *Einigung* do direito alemão).

²⁵ A posição de F. P. Lacerda de Almeida é muito ilustrativa nesse sentido: “O pensamento moderno no intuito da mobilização das riquezas, tende a materializar, a corporificar direitos e obrigações equiparando-os no

Luis Manuel Teles de Menezes Leitão, ao sustentar que: “(...) como compensação pela configuração do crédito como um bem suscetível de disposição, a verdade é que o enquadramento da cessão nos negócios dispositivos leva a que a cessão de créditos adote formulações próprias dos negócios transmissivos de direitos reais, ainda que tenha por objeto situações estritamente obrigacionais. (...) Tal afasta-se do regime comum das obrigações (...). O crédito é assim configurado neste negócio como um bem objeto de transmissão, afecto a um titular com exclusão de todos os outros, e não como um mero direito contra uma pessoa à realização de uma prestação. Ora, essa concepção põe mesmo em causa a configuração do direito de crédito como direito relativo, pelo menos no entendimento da sua eficácia em relação a terceiros, já que, ao se admitir a livre mutação dos sujeitos da obrigação, tem que pelo menos se reconhecer o carácter “dinâmico” desta “relatividade””²⁶ (Destaques nossos).

No Brasil, a doutrina majoritária caminha no sentido de entender a cessão de créditos como um negócio de causa variável, ou seja, formado pela existência de dois negócios jurídicos distintos, mas diretamente sobrepostos (razão pela qual, no âmbito econômico e social, sejam muitas vezes vistos – tal qual ocorre com os negócios de disposição de bens corpóreos em geral – como um único negócio): o primeiro e mais evidente é o acordo relativo à transferência de crédito propriamente dito, enquanto o segundo é o negócio jurídico que lhe dá causa²⁷. Essa distinção entre os dois negócios decorre da

modo de transferência às cousas mobiliárias.” (ALMEIDA, F.P. Lacerda de. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Riberio dos Santos, 1897. p. 452, apud: LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 145). Nessa mesma linha, posicionaram-se Pontes de Miranda e Karl Larenz: (i) “Propriedade é tudo o que se tem como próprio (...). É próprio nosso tudo que é parte do nosso patrimônio, que é o nome que se emprega para designar o todo composto dos bens reunidos sob a pessoa a que pertence (...). O patrimônio é coextensivo às propriedades de alguém, quer se trate de direitos reais, quer de direitos pessoais.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XI (atualizado por Fachin), Ob. Cit. p. 9); e (ii) “*a expressão propriedade sobre crédito é, de certo modo, exata. (...) Os créditos, assim como geralmente todos os direitos subjetivos, são direitos de uma pessoa determinada, pertencentes a ela. Quando, em linguagem comum, digo que um crédito ‘me pertence’, quero dizer que tenho sobre ele um direito de soberania como sobre um objeto corpóreo, isto é, um ‘direito real’*” (LARENZ, Karl. *Lehrbuch des Schuldrechts: Allgemeiner Teil*. 14ª Edição. München: C. H. Beck, 1987. p. 522, apud: VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. pp. 82-83). Por essas razões, bastante correto é o pensamento de Rafael Domingos Faiardo Vanzella ao explicitar a diferença entre contratos obrigacionais e de disposição: “*Contrato obrigacionais são, assim, atribuições patrimoniais correlatas a aumentos do passivo patrimonial, isto é, a obrigações; contratos de disposição, atribuições patrimoniais correlatas a diminuições do ativo patrimonial, isto é, a transmissões, que são espécie das disposições.*” (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 257).

²⁶ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 287-288.

²⁷ Nesse sentido, conferir: (i) LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 145-146; (ii) HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito: Existência, Validade e Eficácia*. São Paulo: Saraiva, 2013. pp. 21-25; (iii) CARVALHO DE MENDONÇA, M. I. *Doutrina e Prática das Obrigações*. 4ª Edição. Aum. e Atual. por José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Forense, 1956. p. 97; e (iv) CARVALHO SANTOS, José Maria de. *Código Civil Brasileiro Interpretado – Direito das Coisas*. Vol. X. 9ª Edição. São Paulo: Freitas Bastos, 1958.

necessidade de se reconhecer a cessão de crédito não como um negócio típico próprio, mas sim como um negócio que se presta a fins diversos. Dessa forma, ao mesmo tempo em que seria um negócio jurídico autônomo, estaria ele necessariamente ligado a um outro negócio jurídico, típico ou atípico, que lhe daria base e finalidade²⁸. Qualquer que seja a vontade das partes – vender, doar, pagar, dar em garantia, dar como aporte à integralização de capital social – a cessão de crédito aplica-se como meio de adimpli-la em prol da finalidade visada²⁹. Dessa forma, a cessão de crédito cumpre a mesma função que o *Einigung* (negócio de disposição) estabelece nas hipóteses de transferência da propriedade corpórea, sendo ela mesma, portanto, um negócio de disposição, voltada ao adimplemento de uma relação obrigacional que lhe serve de base, fazendo com que a cessão de crédito cumpra, portanto, finalidades absolutamente distintas, a depender, justamente, deste negócio jurídico basal ao qual está vinculada. Não sem razão, Pontes de Miranda ter expressamente definido a cessão de crédito como *negócio jurídico de transmissão* (tipo de negócio jurídico de disposição), em relação ao qual podem existir em sua base outros negócios jurídicos (de natureza obrigacional)³⁰, mas cujo propósito será sempre o mesmo: transmitir riqueza do patrimônio do cedente para o do cessionário, de forma praticamente idêntica ao que se dá no campo do direitos das coisas em sentido estrito, ou seja, da transferência de titularidade sobre bens corpóreos. Assim ocorre na compra venda de crédito, por exemplo, na qual há uma relação obrigacional de compromisso de compra e venda, que é adimplida através da manifestação da vontade das partes em transmitir riqueza consubstanciada no direito de crédito (negócio de disposição, do tipo translativo).

O sistema jurídico germânico, de forma coerente com a visão tricotômica da

p. 320.

²⁸ CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. pp. 58-59.

²⁹ “A percepção da dualidade entre o negócio jurídico que dá base à cessão (que pode ser um negócio jurídico ou outro ato jurídico) e o efeito de transmissão (o negócio jurídico de cessão de crédito propriamente dito) como adimplemento do negócio jurídico basal é absolutamente indispensável para que este instituto possa servir aos fins diversos, outrora simplesmente percebidos por Carvalho Santos, sem mais reflexões.” (LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 145-146).

³⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 267-268). Cabe destacar, contudo, que diferentemente do restante da doutrina nacional, Pontes de Miranda defendia o caráter abstrato da cessão de crédito, de tal forma que ela poderia ser realizada, de maneira válida e eficaz, independentemente do negócio jurídico obrigacional que lhe atribuisse fundamento. Essa posição, contudo, não torna irrelevante a visualização da cessão de crédito enquanto um negócio de disposição, pois, ao qualificá-la desta forma, torna-se possível visualizar as diferentes finalidades a que ela pode se prestar, a depender do contexto obrigacional no qual estiver inserida. Para uma crítica à postura de Pontes de Miranda acerca da abstração da cessão de crédito, conferir LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 146-152).

transferência da propriedade, explicou muito bem esse fenômeno, embora sua intenção, ao fazê-lo, fosse destacar o caráter abstrato dos negócios de disposição, característica esta que, em nosso Direito, não se revela aceitável. Na Alemanha, a transmissão do crédito (*Übertragung der Forderung*) opera-se por meio de um contrato de disposição do tipo translativo (*Abtretung*)³¹, que, de forma semelhante ao que ocorre nas hipóteses de transmissão de propriedade, tem a natureza de contrato de disposição (*Verfügungsgeschäft*), na medida em que o seu propósito é justamente transferir a titularidade sobre um direito (aqui entendido não como vínculo obrigacional que se origina da relação entre credor cedente e o terceiro devedor, mas como elemento – riqueza – integrante do patrimônio do cedente). O *Abtretung* (ou contrato de transmissão) tem em sua base um negócio obrigacional causal, absolutamente distinto, que determina a razão da sua realização, tal como a compra e venda, a doação, pagamento e a prestação de uma garantia³². A única diferença em relação à forma de transmissão da propriedade (bens corpóreos) é o ato final, relativo ao modo de aquisição da propriedade (tradição, *Übergabe*, ou registro, *Eintragung*), que, no caso da cessão de crédito, no Direito alemão, não se faz necessário, devido ao fato de a notificação e a respectiva anuência do devedor do crédito em relação à cessão serem indiferentes para a sua plena formalização entre as partes contratantes, assim como perante os demais terceiros. A notificação do devedor do crédito cedido, conforme se verá adiante neste trabalho, é uma hipótese de mera eficácia relativa da cessão, destinada à tutela do terceiro devedor do direito cedido no que se refere ao pagamento realizado de boa-fé ao cedente (credor original do crédito), e não um requisito para o aperfeiçoamento da cessão em si mesma³³.

Quando a doutrina brasileira define a cessão de crédito como negócio jurídico de

³¹ O §398 do BGB (Código Civil alemão) dispõe que: “*um crédito pode ser transmitido pelo credor através de contrato celebrado com outrem (Abtretung). Com a conclusão do contrato o novo credor assume a posição do anterior credor.*”

³² “*A transmissão do crédito opera-se como efeito imediato do contrato de cessão (Abtretung) que se celebra em cumprimento de um contrato causal obrigacional (anterior ou contemporâneo). Nesse sentido, só poderá dizer-se que a transmissão do crédito é efeito de uma compra e venda numa linguagem não técnica, porque a compra e venda do crédito tem apenas como efeito a obrigação de celebrar um negócio dispositivo abstrato, que é o negócio de cessão, não sendo seu efeito a transmissão do crédito. Por si só, a compra e venda de um crédito não é suficiente para que esse crédito se transmita. A doutrina alemã chama a atenção repetidas vezes para o facto de, ainda que celebrados num mesmo acto, o negócio de cessão não se confundir com o negócio causal que lhe subjaz. A compra e venda gera obrigações de transmitir e o contrato de cessão opera a transmissão.*” (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. pp. 67-68).

³³ No Brasil, embora a notificação da cessão do direito ao devedor cumpra a mesma função, existe modo de aquisição para os créditos e demais direitos patrimoniais cedidos. Ele se dá por meio do registro, conforme determina o art. 129, item (9), da Lei nº 6.015/1973 e o art. 221 do CCBra.

transmissão, está a destacar justamente o *Abtretung* do direito alemão, sem querer, contudo, atribuir-lhe caráter de negócio jurídico abstrato. A intenção é apenas ressaltar a função que ele cumpre como *meio de adimplemento de obrigações*, ou seja, como negócio de disposição (situado no plano do direito das coisas), caracterizado pela transferência de riquezas do patrimônio do cedente para o do cessionário, ainda que sobre si recaiam os efeitos e as invalidades existentes no negócio jurídico causal que lhe serve de base. Na verdade, o contrato de disposição permanece sujeito aos mesmos requisitos de validade do contrato obrigacional a ele relativo, além de requer também o poder de disposição do bem para fins de sua celebração, já que, se no âmbito do contrato obrigacional o poder de disposição do bem não é um requisito necessário, o mesmo já não é verdade para o contrato de disposição, que está no plano do direito das coisas³⁴ e exige, para a produção de seus efeitos, o poder de disposição sobre o bem cedido. Adicionalmente, o sistema jurídico brasileiro impõe um modo de transmissão específico à cessão de crédito, fundado no registro (*Eintragung*) do contrato de cessão perante o Cartório de Registro de Títulos e Documentos (art. 129, item (9), da Lei nº 6.015/1973 e art. 221 do CCBra). Sem o referido registro, a transmissão tem efeitos apenas *inter partes* (e, eventualmente, também perante o devedor do crédito, se este tiver sido notificado da cessão), mas não perante terceiros em geral, o que significa que sua eficácia real (*erga omnes*) resta comprometida.

Dessa maneira, feita a análise comparativa dos sistemas jurídicos e dos institutos relativos à transferência de propriedade (em sentido amplíssimo), cabe agora definir qual a exata natureza do negócio jurídico (contrato) de cessão fiduciária de créditos ou direitos a ele relativos. Como foi visto, a cessão de créditos ou direitos patrimoniais fundamenta-se como um negócio de caráter dúplice (ou de causa variável), marcado por um vínculo de natureza real (a transmissão do crédito ou cessão de crédito propriamente dita) e outro obrigacional que lhe dá causa específica (compra e venda, doação, etc.). Mas quando analisada de forma integrada e no contexto de uma cessão fiduciária em garantia, acaba por atribuir as seguintes características ao contrato a ela relativo:

a.) Cessão Fiduciária Atípica em Sentido Técnico. Inicialmente, as partes firmam uma relação financeira qualquer, estabelecendo um vínculo de credor e devedor (chamaremos essa relação de Negócio Financeiro Garantido). No âmbito do Negócio Financeiro Garantido, as referidas partes concordam que deverão constituir garantias que sejam mutuamente aceitáveis. A partir desta obrigação contratual, as partes decidem então

³⁴ Nesse ponto, conferir SILVA, Clóvis do Couto. *A Obrigação...*, Ob. Cit. pp. 61.

celebrar um contrato de cessão fiduciária em garantia atípica em sentido técnico. De forma coerente com o conceito, deverá haver então dois novos negócios jurídicos: um de natureza obrigacional e o outro de caráter real. Pelo primeiro, firma-se a compra e venda do direito de certos créditos e direitos a eles relativos, com o intuito de garantir o Negócio Financeiro Garantido, enquanto que pelo segundo cumpre-se a obrigação mediante a transferência dos direitos em questão. O negócio jurídico de cessão de crédito, marcado pelo acordo de disposição do tipo translativo, está no plano do direito das coisas, pois é por meio dele que se cumpre a transferência de propriedade (em sentido amplíssimo) sobre o crédito, transferindo-o de um patrimônio ao outro. O direito à restituição da titularidade do bem permanece no plano meramente obrigacional, por isso se falar em risco do fiduciante de não reavê-lo, mesmo que a condição prevista para tanto tenha se verificado.

b.) Cessão Fiduciária Atípica do Tipo Germânico. Neste caso, de forma a cumprir a obrigação assumida no âmbito do Negócio Financeiro Garantido, as partes firmam um contrato de cessão fiduciária atípica do tipo germânico, pautado pela cláusula de condição resolutiva da titularidade do direito cedido, nos termos dos arts. 127, 128 e 1.359 do CCBra. Nessa hipótese, não há que se falar mais em vínculo obrigacional. Toda a relação, inclusive no que se refere ao estabelecimento dos efeitos (reais) sobre a titularidade dos direitos cedidos, fica restrita ao negócio dispositivo propriamente dito, de tal forma que, satisfeita a condição resolutiva, os direitos retornam automaticamente (*ipso iure*) ao cedente fiduciante. A cessão fiduciária reveste-se, assim, de puro caráter dispositivo, pois desprovida, ela própria, de qualquer relação obrigacional que determine os efeitos da transferência da titularidade resolúvel sobre os direitos cedidos. No entanto, diferentemente do que ocorre no caso da cessão fiduciária em sentido técnico, o contrato de disposição relativo à cessão fiduciária do tipo germânico é de caráter dúplice. É, ao mesmo tempo, *translativo* (ou *transmissivo*), pois transmite a titularidade resolúvel do direito ao credor fiduciário, e *constitutivo*, pois cria um novo direito ao cedente fiduciante, qual seja: o direito expectativo real à plena retomada da titularidade dos direitos cedidos, tão logo seja verificada a condição resolutiva livremente pactuada entre as partes.

c.) Cessão Fiduciária Típica. Neste caso, apresenta-se a mesma situação do negócio jurídico explicado no item (b) acima. A única diferença é que, aqui, a condição resolutiva (atrelada à função de garantia) é imposta por força de lei, e não mais pela vontade exclusiva das partes em estabelecê-la. Essa hipótese aplica-se tanto aos negócios firmados com base no art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17, 18, 19 e 20 da Lei nº 9.514/1997, que

reconheceram expressamente o caráter real das titularidades fiduciárias em garantia formadas a partir destes contratos típicos, como também aos negócios formados com base no art. 1.361 do CCBra, caso se admita a possibilidade de que o seu conteúdo normativo estende-se também aos direitos de crédito infungíveis em geral (e não apenas aos bens corpóreos infungíveis, conforme tem sido a posição da doutrina brasileira).

O fato de a cessão fiduciária contemplar o Direito de Crédito de Dividendos e o Direito Expectativo aos Dividendos em nada interfere em sua natureza dispositiva, visto que ambos são de natureza patrimonial, integrados ao patrimônio do cedente (em regra, o acionista) e aptos a serem cedidos de forma autônoma da ação. A única diferença é quanto ao grau de certeza em relação à existência do crédito: no primeiro, já há crédito esperado, havendo apenas um lapso temporal até o momento de seu pagamento, enquanto no segundo já há direito a adquirir o Direito de Crédito de Dividendos, embora sejam desconhecidos o montante e o momento em que este último ocorrerá (e mesmo se ocorrerá).

A partir dessa conclusão, fica claro agora que a cessão de direitos é um contrato dispositivo que cumpre funções distintas a depender do negócio em que está inserido. Dessa forma, é preciso analisar de maneira integrada não apenas o regime jurídico aplicável ao negócio base da cessão de créditos e de direitos a eles relativos, independentemente deste negócio ser típico ou não, mas também ao próprio regime da cessão de crédito em si mesmo, que não é excludente do regime jurídico específico do negócio que lhe serve de base, mas complementar a ele³⁵. Por isso, as remissões aos arts. 286 a 298 do CCBra serão constantes neste trabalho, mesmo quando se estiver analisando a cessão fiduciária típica de créditos e direitos a eles relativos.

Antes de evoluirmos na análise do negócio de cessão fiduciária, cabe a sistematização da matéria nos termos abaixo.

³⁵ “A lei constrói este regime de forma engenhosa e a doutrina justifica-o com facilidade recorrendo ao conceito de negócio de causa variável e defendendo a necessidade de, perante cada caso, buscar partes de regime à regulação do tipo contratual que está na base. Contudo, não se sustenta a definição do que é específico da cessão de créditos – a transmissão do direito de crédito – pelo tipo contratual que está na base. Este apenas importa para traçar as relações entre contraentes, atendendo à finalidade econômica que procuram alcançar. Ou seja, parecerá que essa regulação importa mais para a definição da teia de obrigações geradas entre as partes do que, propriamente, para o efeito translativo. Todavia, parece-me evidente que, sendo este o efeito central da cessão de créditos, também ele se insere, no que respeita às relações entre as partes, na remissão legal do tipo que serve de base. (...) Na prática, aplicar-se-á, em primeira linha, toda a regulamentação relativa ao contrato de cessão de créditos e só no que respeita às relações entre as partes, nomeadamente no que se prende com as garantias de exigência e exigibilidade do crédito ao tempo da cessão, se recorrerá à regulação específica do negócio que serve de base.” (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. pp. 61-62).

Quadro 5.1 – Natureza do Contrato de Cessão Fiduciária

Contrato de Cessão Fiduciária	
Atípico em Sentido Técnico	
Negócios Jurídicos Subjacentes	(1) Dispositivo (2) Obrigacional
Tipo de Contrato Dispositivo	<u>Unitário</u> : meramente <i>translativo</i> da titularidade fiduciária dos créditos e dos direitos a eles relativos.
Direito Expectativo Real à Retroaquisição	Não
Direito Expectativo Obrigacional à Reaquisição	Sim
Atípico do Tipo Germânico (art. 1.359 do CCBra)	
Negócios Jurídicos Subjacentes	(1) Dispositivo
Tipo de Contrato Dispositivo	<u>Dúplice</u> : (1) <i>translativo</i> da titularidade fiduciária dos créditos e dos direitos a eles relativos e (2) <i>constitutivo</i> do direito expectativo real à retroaquisição da titularidade fiduciária.
Direito Expectativo Real à Retroaquisição	Sim
Direito Expectativo Obrigacional à Reaquisição	Não
Típico (Lei nº 4.728/1965, Lei nº 9.514/1997 e arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra)	
Negócios Jurídicos Subjacentes	(1) Dispositivo
Tipo de Contrato Dispositivo	<u>Dúplice</u> : (1) <i>translativo</i> da titularidade fiduciária dos créditos e dos direitos a eles relativos e (2) <i>constitutivo</i> do direito expectativo real à reaquisição da titularidade fiduciária.
Direito Expectativo Real à Retroaquisição	Sim
Direito Expectativo Obrigacional à Reaquisição	Não

5.2. Registro como Modo de Transferência e Constituição de Titularidade Fiduciária

Todo o negócio jurídico dispositivo de cessão de créditos e direitos a eles relativos deve ser registrado no Cartório de Registro de Títulos e Documentos, ou ser celebrado mediante instrumento público, para ter eficácia perante terceiros. É o que expressamente dispõem os arts. 221 e 288 do CCBra, conjugados com o art. 129, item (9), da Lei nº 6.015/1976. O registro é, portanto, modo de aquisição da titularidade sobre os direitos patrimoniais (direitos de crédito ou direitos expectativos a eles relativos), assim como a tradição e o próprio registro são modos de aquisição para a transferência de bens móveis e imóveis, respectivamente. De nada adianta afirmar que, apenas *inter partes*, há transmissão do bem, se esta não pode ser oponível a terceiros. A transmissão que de fato importa, no plano patrimonial do direito das coisas, é a que necessariamente se reveste de efeitos perante terceiros, o que não se observa no caso da cessão de crédito não registrada ou firmada por

instrumento público³⁶.

Por essa razão, o fato de o art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e os arts. 17 a 20 Lei nº 9.514/1997 serem silentes a respeito das formalidades específicas aplicáveis à cessão fiduciária típica não devem induzir ao entendimento de que o registro não seria a ela exigido. Sendo o negócio dispositivo uma cessão de direitos, aplica-se, subsidiariamente, as regras específicas dos arts. 221 e 288 do CCBra, do art. 129, item (9), da Lei nº 6.15/1976, assim como o disposto no art. 1.368-A do CCBra, referente à alienação fiduciária de bens móveis infungíveis. Todos esses dispositivos, analisados em conjunto, resultam na conclusão de que a titularidade (seja ela resolúvel, com fins de garantia, ou definitiva) apenas se transfere, com efeito *erga omnes*, mediante a realização do registro do instrumento de contrato de cessão fiduciária perante o Cartório de Registro de Títulos e Documentos ou quando referido contrato é celebrado em instrumento público. Não seria, portanto, justamente no momento em que passaria a disciplinar o instituto da titularidade fiduciária em garantia típica, que o Direito brasileiro iria inovar e estabelecer uma regra (não registro) que permitisse a transmissão da titularidade sem o cumprimento do modo de aquisição tradicionalmente adotado para este direito. A doutrina brasileira é unânime quanto a esse entendimento, reconhecendo a necessidade de registro do contrato de cessão de crédito para fins de sua eficácia translativa (no campo do direito das coisas) perante terceiros, independentemente do seu negócio jurídico base ser uma compra e venda de créditos ou a formação pura e simples de uma garantia, real típica ou fiduciária atípica³⁷.

³⁶ Nesse sentido, vale a lição de Fábio Konder Comparato: *“Poder-se-ia, talvez, imaginar o contrário, com fundamento no princípio de que a eficácia dos atos de registro é tão-só em relação a terceiros e não relativamente às próprias partes. Mas seria desconhecer que a verdadeira essência do direito real, seja ele pleno como no domínio, seja limitado, reside exatamente nessa eficácia erga omnes. Por conseguinte, tanto vale dizer que sem registro o direito real não produz efeitos perante terceiros, quanto afirmar que o direito real não existe, pura e simplesmente.”* (Destaque nosso) (COMPARATO, Fábio Konder. *As Ações de Sociedades Anônimas como Valores Mobiliários – Natureza e Efeitos do Registro Acionário*, ‘in’ *Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 28).

³⁷ Nesse sentido, conferir: (i) HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 50-53; (ii) SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 95-107; (iii) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 356-357. Esses autores, contudo, afirmam que a falta de registro proporcionaria apenas a ineficácia relativa do contrato, tendo em vista que, entre as partes, ele seria válido e eficaz, já havendo transmissão. Na verdade, não é bem o que ocorre. O que é válido e eficaz é o vínculo obrigacional estabelecido entre as partes no sentido de se obrigarem à transferência do crédito ou de outros direitos patrimoniais. O negócio dispositivo de transmissão destes direitos, contudo, permanece ineficaz até que o registro seja efetivado, momento então que a titularidade do direito é realmente transmitida, passando a gozar das imunidades típicas dos direitos reais, quais sejam: (i) preferência em relação a disposições posteriores eventualmente realizadas pelo cedente; (ii) não sujeição às execuções em face do cedente; e (iii) não sujeição aos procedimentos de insolvência civil ou falimentares do cedente. Essa distinção é fundamental e já havia sido muito bem exposta por Clóvis do Couto e Silva, ao explicar a situação dos negócios obrigacionais e dispositivos relativos à compra e venda com reserva de domínio. Segundo este autor: *“No direito brasileiro, também a reserva de domínio é aplicável, somente, às coisas móveis. Mas, como a tradição é ato real e como tal incondicionável, surge a questão de saber qual o*

Importante destacar que, por terceiros, não se deve considerar, evidentemente, o devedor do direito patrimonial que serviu de objeto da cessão. Este, assim como o cessionário e o cedente, compõe o negócio jurídico referente à cessão, razão pela qual em relação a ele a cessão do direito, mesmo que feita por instrumento público ou particular registrado nos competentes Cartórios de Registro de Títulos e Documentos, apenas será eficaz quando lhe tiver sido notificada. A eventual falta de ciência quanto à cessão não torna esse negócio (de disposição) inválido e sem efeitos entre os contratantes (cedente e cessionário) ou mesmo perante terceiros – assumindo-se, é claro, que o negócio foi registrado em Cartório de Registro de Títulos e Documentos e inexistia, em relação ao direito cedido, qualquer acordo de vontade, constrição judicial ou determinação legal que impedisse a sua cessão pelo credor cedente (art. 286 do CCBra) –, mas apenas libera o devedor da sua obrigação caso tenha efetuado o pagamento em benefício do cedente (antigo titular do direito), e não do cessionário (novo titular do direito). A exigência de notificação não serve, portanto, como uma condição de eficácia do negócio dispositivo de cessão de créditos e de direitos a eles relativos. Funciona, apenas, como forma de tutelar os interesses do devedor do crédito cedido, motivo pelo qual pode ser entendido como uma condição de eficácia meramente relativa³⁸. Dessa forma, diferentemente do registro do instrumento particular ou do instrumento público, a falta de notificação não torna a transmissão do crédito em si mesmo ineficaz, mas cria uma desoneração do devedor que, agindo de boa-fé e dentro do que havia acordado com o cedente, paga a dívida a este, desconhecendo por completo a cessão por ele realizada. Por isso falar que o cessionário tem o direito de exigir a notificação do devedor e também o ônus de conferir se ela de fato se aperfeiçoou.

Se nenhuma grande divergência há quanto à necessidade do registro para fins da eficácia do negócio jurídico dispositivo (do tipo translativo) referente à cessão do crédito e

ato que sofre a condição de reserva de domínio. Se não for a compra e venda, porque, para esta, o poder de disposição não se constitui em requisito; se não for a tradição, porque esta é incondicional, temos de concluir, de modo indesejável, que a conditio se insere num negócio jurídico situado entre a compra e venda (obrigacional) e a tradição (direito das coisas), entre o título e o modus acquirendi, enfim, no negócio dispositivo a que alude o art. 933 do Código Civil [atual art. 307 do CCBra]. A causalidade desse negócio jurídico também não lhe dará a categoria de mero negócio auxiliar.” (SILVA, Clóvis do Couto e. A Obrigação..., Ob. Cit. p. 59). O mesmo se passa em relação ao não registro da cessão de créditos ou direitos. As partes podem ter celebrado negócio de compra e venda de crédito válido e eficaz, assim como firmaram também o negócio dispositivo (cessão de crédito propriamente dita) de forma válida. No entanto, sua eficácia, ou seja, a efetiva atribuição de titularidade ao cessionário, fica pendente até a formalização do modo de aquisição (no caso, o registro do contrato em Cartório de Registro de Títulos e Documentos).

³⁸ “Terceiros, no conceito dos arts. 221 e 288 do Código Civil, são todos aqueles que não participam da cessão, mas entre eles não se incluem o devedor e os sucessores do cedente e do cessionário. A eficácia da cessão perante o devedor prescinde do cumprimento do disposto no art. 288 do Código Civil, mas depende da notificação na forma do art. 290.” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 50-51).

de direitos em geral, o mesmo já não se pode falar em relação a dois aspectos diretamente relacionados com este registro, quais sejam: (i) a localidade em que ele deve ser realizado; e (ii) a possibilidade substitutiva do registro em Cartório de Registro de Títulos e Documentos pela mera transcrição nos livros sociais da companhia, tendo em vista que o objeto da cessão fiduciária em análise pode ser o Direito de Crédito de Dividendos ou o Direito Expectativo aos Dividendos, que são ambos bens relativos à participação societária, inerentes ou decorrentes do valor mobiliário (ação) que lhe representa.

Em relação ao primeiro aspecto, há de se observar que a falta de coerência legislativa pode levar a diferentes respostas. A variação de entendimentos ocorrerá também em função do tipo de negócio de cessão fiduciária realizada pelas partes. Dessa forma, têm-se que:

a.) Cessão Fiduciária Atípica em Sentido Técnico. Não há lei específica que discipline a cessão fiduciária atípica em sentido técnico. Tudo se passa no campo da relação obrigacional na qual se estabelecem as obrigações relativas à gestão e à devolução do direito cedido, assim como no negócio de disposição consubstanciado na cessão de direitos propriamente tida. Dessa forma, deve-se aplicar o disposto nos arts. 221 e 288 do CCBra, conjugados com os arts. 129, item (9), e 130 da Lei nº 6.015/1973, fazendo com que o instrumento relativo à cessão seja registrado no Cartório de Registro de Títulos e Documentos do domicílio de todos os contratantes, ou seja, do cedente fiduciante e do cessionário fiduciário.

b.) Cessão Fiduciária Atípica do Tipo Germânico. Mesma solução do caso apresentado no item (a) acima.

c.) Cessão Fiduciária Típica. Neste caso, tudo dependerá do disposto de forma específica em cada uma das leis que disciplinam a matéria. Para aqueles que admitem a possibilidade da aplicação do disposto no art. 1.361 do CCBra também aos direitos de créditos e direitos expectativos a eles relativos³⁹, deverá ser observado, sem dúvida, o disposto no § 1º do mesmo artigo, de forma que bastará o registro realizado no domicílio do devedor (vale dizer, do cedente fiduciante). Quanto aos negócios regulados pelo art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e pelos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997 – hipóteses mais restritas de cessões fiduciárias de direitos, limitadas aos mercados imobiliário, financeiro e de capitais, e que nada tratam sobre o tema –, revela-se necessário observar o disposto no art. 1.368-A

³⁹ A visão crítica da posição doutrinária brasileira, que limita o art. 1.361 às hipóteses de bens móveis infungíveis corpóreos, será discutida no Subcapítulo 6.2.

do CCBra. Esse artigo determina serem aplicáveis as disposições do CCBra naquilo que a lei especial não dispuser diversamente. No entanto, cabe a pergunta: qual dispositivo do CCBra deve servir como regra supletiva às leis especiais? O disposto no § 1º do art. 1.361 ou a regra determinada pela conjugação dos arts. 221 e 288 do CCBra com o previsto nos arts. 129, item (9), e 130 da Lei nº 6.015/1973? Novamente, a resposta correta parece depender da leitura que se faça quanto ao campo de aplicação do art. 1.361 do CCBra: aceitando-se a sua aplicabilidade para as hipóteses de cessão fiduciária de direitos – que é uma das possíveis formas de se transferir (alienar) a propriedade (em sentido amplíssimo) – então a resposta mais adequada é a que determina o registro apenas no domicílio do devedor (cedente fiduciante)⁴⁰. No entanto, se a posição a ser sustentada é a tradicional da doutrina brasileira, de que não é possível estabelecer garantia real pela cessão de direitos de crédito com base no art. 1.361, então é preciso se admitir a aplicação das regras mais gerais sobre a matéria, o que remete diretamente à determinação de ser necessário registrar o contrato nos domicílios de todas as partes (devedor fiduciante e credor fiduciário), nos termos do disposto no arts. 221 e 288 do CCBra, bem como nos arts. 129, item (9), e 130 da Lei nº 6.015/1973⁴¹.

Já em relação ao segundo aspecto – possibilidade substitutiva do registro em Cartório de Registro de Títulos e Documentos pela mera transcrição nos livros sociais da companhia –, a resposta dependerá justamente do perfil do direito aos dividendos que as partes optem por ceder fiduciariamente:

a.) Direito de Crédito de Dividendos. Esse direito, apesar de decorrer diretamente de participação societária, dela já não faz mais parte efetivamente, sendo aceito

⁴⁰ Essa posição parece ser a defendida pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, conforme pode se aferir a partir da conjugação do disposto em suas Súmulas nºs 59 e 60, ambas publicadas em 14 de abril de 2011 (portanto, posteriores a todos os diplomas normativos existentes sobre a matéria), conforme seguem: **Súmula 59:** “Classificados como bens móveis, para os efeitos legais, os direitos de créditos podem ser objeto de cessão fiduciária”. **Súmula 60:** “A propriedade fiduciária constitui-se com o registro do instrumento no registro de títulos e documentos do domicílio do devedor.” Na primeira, o TJSP entende que direitos de crédito estão submetidos aos preceitos do art. 1.361 do CCBra, não se restringindo este, portanto, apenas às hipóteses previstas em lei especial ou de negócios indiretos atípicos. Na segunda, o TJSP admite que basta apenas o registro no domicílio do devedor para a eficácia dos negócios dispositivos de propriedade fiduciária. Evidentemente, no âmbito da Súmula nº 60, o TJSP refere-se à propriedade em sentido amplo, ou seja, desde a propriedade sobre bens corpóreos até a titularidade sobre direitos de crédito. Se essas não forem as interpretações corretas das referidas súmulas, terá que se admitir que ambas são irrelevantes, pois: (a) a Súmula nº 59 apenas estaria a repetir o disposto em lei especial, além de confirmar o que sempre se admitiu, ou seja, que é possível realizar negócios fiduciários atípicos tendo por objeto direitos de créditos; e (b) a Súmula nº 60 estaria apenas a repetir, sem qualquer conteúdo jurídico adicional, o já disposto no § 1º do art. 1.361 do CCBra.

⁴¹ Não obstante a posição acima, a prudência determina que, em razão das possíveis divergências em torno da matéria, haja o registro do contrato, independentemente da hipótese específica do caso, nos domicílios de todas as partes, evitando-se, assim, possíveis questionamentos quanto à eficácia do direito atribuído ao credor fiduciário.

pela doutrina brasileira e estrangeira (cf. Subcapítulos 1.2.3 e 3.4) não apenas a possibilidade de seu destaque e negociação autônoma da ação, como também que se trata de um direito já externo à convivência societária e que coloca a sociedade e o seu respectivo titular (normalmente, o próprio acionista) em uma vinculação obrigacional de devedor-credor, respectivamente. Dessa forma, a lógica indica que o registro nos livros societários não terá qualquer finalidade ou pertinência, sendo necessário proceder o registro do contrato, exclusivamente, perante os competentes Cartórios de Registro de Títulos e Documentos, conforme determina a legislação civil mais específica⁴².

b.) Direito Expectativo aos Dividendos. Aqui, a situação inverte-se. O Direito Expectativo aos Dividendos permanece como um direito inerente ao *status socci* e que, embora seja passível de destaque e negociação autônoma (cf. Subcapítulo 3.4), mantém o vínculo de ligação com a sociedade até dar origem a Direitos de Crédito de Dividendos (direitos expectados). Por essa razão, revela-se admissível que o registro de sua cessão se efetive, por conclusão de coerência sistêmica do Direito, por meio de transcrição no Livro de Registro de Ações Nominativas da sociedade ou nos livros escriturais do agente financeiro responsável. São basicamente duas as razões que permitem essa conclusão. A primeira decorre do disposto no art. 40 da LSA, que permite o registro nos livros sociais de quaisquer cláusulas que proporcionem ônus ou gravames às ações, o que sem dúvida ocorre quando o titular das ações pode vir a não receber os dividendos que serão (ou não) futuramente distribuídos pela companhia. A segunda é que o nosso sistema jurídico atribui fé pública aos registros realizados em livros societários, estabelecendo como crime de falsidade a documento público as anotações realizadas sem correspondência com a realidade (art. 297, § 2º, do CPBra), além de ter submetido as eventuais divergências decorrentes das escriturações de livros societários à apreciação do mesmo juízo responsável por solucionar dúvidas quanto aos dados levantados pelos oficiais de registros públicos (art. 103, parágrafo

⁴² No entanto, o registro nos livros sociais seria também recomendável, com a finalidade de dar maior certeza de sua informação à companhia e aos eventuais futuros adquirentes das ações.

único, da LSA)⁴³⁻⁴⁴.

5.3. O Caráter Causal e Acessório da Cessão Fiduciária em Garantia

A cessão fiduciária de direitos, independentemente de sua forma (típica ou atípica), é causal, pois requer, para sua válida e eficaz realização, não apenas as mesmas condicionantes gerais que recaem sobre os negócios obrigacionais a ela subjacentes, como também o poder de disposição do cedente sobre o direito que se transfere fiduciariamente⁴⁵. Dessa forma, feita por alguém incapaz ou sem poder de disposição (art. 307 do CCBra), a titularidade fiduciária transferida em benefício do fiduciário é desconstituída *ex tunc*⁴⁶, não sendo possível, tal como ocorre nos sistemas jurídicos que admitem a abstração dos negócios jurídicos de disposição, a preservação de seus efeitos.

De forma similar ao que ocorre com as demais garantias reais típicas, a titularidade fiduciária de direitos será acessória à relação jurídica da qual decorre o crédito que ela tem por objetivo garantir. Por essa razão, sendo nulo ou anulável o contrato principal, nula ou anulável será também a cessão fiduciária a ela relativa. Tais resultados apenas não serão verificados quando o contrato acessório for celebrado entre o credor do Negócio Financeiro Garantido e um terceiro, pois, nesta hipótese, os pressupostos fundantes do negócio dispositivo relativo à formação da garantia real serão distintos da relação principal garantida, sendo imperativa a subsistência daquele. Em decorrência do caráter acessório dos contratos de cessão fiduciária, poderão eles, a exemplo do que se observa com os direitos reais de

⁴³ Conforme bem destaca Fábio Konder Comparato: “A ligação dessas duas séries de dispositivos [art. 103, parágrafo único, da LSA e art. 297, § 2º, do Código Penal] parece esclarecedora. Se a legitimação das ações nominativas se funda em inscrição no livro social de registro competente; se as dúvidas de inscrição nesse livro são dirimidas pelo juiz de registro públicos; e, finalmente, se a falsificação de lançamento nesse registro social ou dos certificados das ações correspondentes é considerada como falsificação de documento público, parece razoável afirmar que há muito mais argumentos para considerar que esse registro societário tem fé pública, do que para sustentar a opinião contrária. (...) No que tange aos efeitos jurídicos do ato de inscrição ou averbação em dito registro, parece fora de dúvida que tais atos têm eficácia constitutiva e não declaratória. Quer isso dizer que não haverá relação de propriedade nem de direito real de gozo ou de garantia sobre ações nominativas, sem a inscrição ou averbação competente no livro social de registro.” (COMPARATO, Fábio Konder. *As Ações de Sociedades...*, Ob. Cit. pp. 27-28).

⁴⁴ No entanto, a mesma prudência recomendada no caso do domicílio de registro, vale aqui também. Independentemente do registro em livros societários da cessão fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos, é aconselhável que se faça o registro do contrato nos competentes Cartórios de Registro de Títulos e Documentos, de forma a evitar qualquer tipo de questionamento (ainda que sem razão) quanto à sua eficácia dispositiva. A mesma prudência foi, inclusive, recomendada por Mauro Bardawil Penteado, no contexto do penhor de ações (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. pp. 105-110)

⁴⁵ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 90.

⁴⁶ SILVA, Clóvis do Couto e. *A Obrigação...*, Ob. Cit. p. 58.

garantia tradicionais (penhor, hipoteca e anticrese), garantir dívida futura ou obrigação sob condição, casos em que suas respectivas eficácias dispositivas (referentes à transmissão da titularidade fiduciária) permanecerão dependentes do surgimento do vínculo garantido principal⁴⁷.

⁴⁷ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 91.

CAPÍTULO VI: OS REQUISITOS JURÍDICOS DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

A cessão fiduciária de direitos patrimoniais em garantia – independentemente se típica ou atípica – qualifica-se como um negócio jurídico bilateral dispositivo (plano do direito das coisas), de caráter translativo e constitutivo. É translativo porque há uma transferência, do cedente fiduciante ao cessionário fiduciário, da titularidade sobre certos direitos (de crédito ou expectativos de direitos de créditos), com fins de garantia. É constitutivo porque, ato contínuo à transferência da referida titularidade, surge no patrimônio do cedente fiduciante um direito expectativo (real ou obrigacional, a depender, justamente, do tipo de negócio de cessão fiduciária realizado pelas partes) de reaver a titularidade plena do direito cedido tão logo a dívida garantida esteja integralmente adimplida.

Enquanto negócio jurídico bilateral¹, revela-se imprescindível verificar os requisitos jurídicos mínimos exigidos para a validade e a eficácia da cessão fiduciária em garantia. Esses requisitos podem ser genericamente alocados nos seguintes grupos²:

- 1) Requisitos Subjetivos;
- 2) Requisitos Objetivos; e
- 3) Requisitos Formais.

Os primeiros dizem respeito às condições específicas que as partes deverão cumprir para, ao manifestarem sua vontade dirigida à formação do negócio jurídico, efetivamente celebrarem uma cessão fiduciária em garantia, seja ela típica ou atípica. Os segundos

¹ BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato Jurídico. Plano da Existência*. 15ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2008. pp. 205-206.

² Essa divisão foi proposta por José Carlos Moreira Alves, como forma de estruturar a análise dos requisitos gerais do instituto da alienação fiduciária (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 92-141). É possível perceber que esses requisitos – embora refletindo os elementos contemplados no art. 104 do CCBra, o qual disciplina as exigências gerais de *validade* dos negócios jurídicos (tendo sido, talvez por isso, referidos por alguns autores como “*requisitos de validade da alienação fiduciária em garantia*” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 92), como “*requisitos de validade do contrato de penhor de ações*” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 113) ou, ainda, como “*pressupostos para que [a cessão de créditos] possa ser válida*” (Acréscimo nosso) (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 26)) – podem ter reflexos distintos no negócio jurídico de disposição, ora afetando a sua validade, ora impedindo a sua plena eficácia. Tudo depende, na verdade, das circunstâncias do caso concreto e da importância do requisito em si mesmo no contexto do negócio jurídico considerado (cf. BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato Jurídico. Plano da Validade*. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2014. pp. 69-84). Por isso, ao analisar os requisitos da cessão fiduciária, será preciso endereçar de forma específica a qual plano jurídico (validade ou eficácia) a falta temporária ou a inexistência absoluta de alguns desses requisitos estará a interferir.

referem-se ao objeto da cessão fiduciária, bem como as diferentes formas, restrições e particularidades que ele poderá apresentar no caso concreto. E os terceiros contemplam as formalidades legais a serem observadas pelas partes para assegurar que o negócio de cessão fiduciária em garantia esteja apto a produzir seus efeitos.

6.1. Requisitos Subjetivos

Muito embora os arts. 104, I, e 166, I, do CCBra refira-se exclusivamente ao requisito da capacidade dos agentes, é certo que, no plano subjetivo, o exame adequado da validade e eficácia dos negócios jurídicos não estará completo se não for verificada também a legitimidade dos sujeitos que os constituem. Esse último requisito se revela ainda mais importante no contexto dos negócios jurídicos de disposição (dos quais a cessão fiduciária faz parte), já que nestes, diferentemente do que ocorre nos negócios jurídicos meramente obrigacionais, a intenção das partes é criar, modificar, transferir ou extinguir direitos reais, sejam eles plenos, limitados ou condicionados.

Conforme já se manifestou ao longo deste trabalho, a cessão fiduciária em garantia – típica ou atípica – é estabelecida a partir da concordância de vontades firmada entre duas partes bem definidas: o cedente fiduciante (que pode ou não ser o devedor do Negócio Financeiro Garantido³) e o cessionário fiduciário⁴. É possível, no entanto, que terceiros também venham a compor essa mesma relação, não na condição de novas partes (o que acabaria por descaracterizar o caráter bilateral do negócio jurídico), mas na condição de intervenientes anuentes, sempre que o objeto da cessão fiduciária em garantia for o Direito

³ O fato de o cedente fiduciante ser ou não o devedor do Negócio Financeiro Garantido não proporciona diferenças práticas relevantes na análise que se faz no presente estudo. Isso, contudo, não significa que elas inexistam. Afinal, quando o cedente fiduciante é um terceiro garantidor, este deverá responder, exclusivamente, até o limite do valor dos bens e direitos dados em garantia. Sendo estes insuficientes para saldar a dívida, e não tendo ele expressamente se vinculado como um devedor solidário ou coobrigado do Negócio Financeiro Garantido, não há que se imputar a esse terceiro qualquer responsabilidade pelo pagamento da dívida remanescente.

⁴ José Carlos Moreira Alves não recomendava o emprego das expressões “cedente fiduciante” e “cessionário fiduciário” por entender que a *fiducia* já não estava mais presente na alienação fiduciária propriamente dita, tal como tipificada na Lei nº 4.728/1965, razão pela qual poderia existir confusão entre as partes dos negócios fiduciários típicos e as partes dos negócios fiduciários em sentido técnico (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 93). Apesar da rigorosa distinção conceitual adotada por esse autor, optou-se por manter o emprego das expressões adjetivadas no presente trabalho. Essa escolha se justifica devido ao fato de não haver prejuízos significativos no seu uso, especialmente quando se deixa claro, conforme aqui será feito, em qual negócio jurídico de cessão fiduciária tais partes estão efetivamente inseridas: se em um típico, no qual a fidúcia é convertida em preceito legal, ou se em um atípico (em sentido técnico), no qual a fidúcia permanece a ser fonte de riscos e (des)confianças para o cedente fiduciante.

Expectativo ao Dividendo ou o Direito de Crédito de Dividendos.

Um desses terceiros pode ser (e normalmente será) a própria companhia emissora das ações em relação às quais os direitos aos dividendos estão sendo cedidos, visto que ela e os seus respectivos órgãos administrativos assumem funções e compromissos instrumentais bastante relevantes no contexto do contrato e da garantia dele decorrente. A companhia é a entidade devedora dos dividendos a serem pagos aos acionistas ou aos seus legítimos cessionários, sendo certo, por consequência, que ela deverá ser notificada a respeito da ocorrência da cessão fiduciária em garantia para permanecer responsável pelo pagamento do crédito de dividendo, caso, mesmo quando ciente da cessão, acabe pagando-o ao cedente (art. 290 do CCBra). No entanto, ao fazer parte do contrato e conhecer todos os seus termos, tal notificação, enquanto um ato formal posterior, já não seria mais necessária. Adicionalmente, no caso de o objeto da cessão fiduciária ser o Direito Expectativo aos Dividendos, o que legitimaria o exercício de certos direitos de voto por parte do cessionário fiduciário (cf. será visto no Subcapítulo 7.1.2.3), a companhia poderia ser chamada a ser interveniente do contrato a fim de tomar ciência do que poderia ser ou não votado livremente pelo acionista (cedente fiduciante). É evidente que a companhia pode apenas ser informada em relação ao que foi disciplinado entre as partes para fins de votação de certas matérias, mas é inegável que, ao compor a relação contratual, estará mais diretamente vinculada a tais regramentos, facilitando o processo de cumprimento do disposto pelas partes quanto a este quesito. Por fim, a própria necessidade de registro, nos livros societários, da garantia real constituída sobre o Direito Expectativo aos Dividendos decorrente de certas ações (cf. Subcapítulo 5.2) já seria também motivo suficiente para a inclusão da companhia como uma interveniente no contrato⁵.

Outro terceiro que pode cumprir um papel importante no contexto da administração da garantia real decorrente da cessão fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos ou do Direito de Crédito de Dividendos é o banco responsável pela gestão da conta bancária na qual os recursos que forem sendo pagos durante a vigência da garantia serão depositados⁶.

Mas seja qual for o número de sujeitos que compõem o contrato de cessão fiduciária em garantia e o papel específico que cada um deles desempenha, é certo que todos precisarão

⁵ Seria um procedimento análogo àquele já adotado pelo mercado em relação aos contratos de penhor ou alienação fiduciária de ações (Cf. PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 115). Embora as funções e as obrigações da companhia no contexto do negócio de cessão fiduciária decorram de lei, e não do contrato, a sua participação como interveniente anuente auxilia sobremaneira o processo de operacionalização e funcionamento da garantia real.

⁶ Esse tópico será mais bem desenvolvido no Subcapítulo 7.1.2.1.

apresentar plena capacidade para os atos e negócios da vida civil se quiserem validamente consentir com a celebração desse negócio jurídico dispositivo. Adicionalmente, outros sujeitos – mais especificamente, as partes (cedente e cessionário) que o compõem – precisarão também apresentar legitimidade para dispor de seus direitos, já que a cessão fiduciária em garantia tem por pressuposto a atribuição de uma riqueza patrimonial.

6.1.1. Capacidade

A capacidade nada mais é do que a aptidão jurídica que a parte deve dispor para se obrigar e transmitir direitos e obrigações validamente. Essa aptidão é determinada por escolhas legislativas bastante rígidas, nas quais estão presentes presunções quanto ao mínimo necessário para que uma pessoa possa empreender negócios com outra. Os requisitos de capacidade das partes e dos demais intervenientes do contrato de cessão fiduciária em nada se diferem daqueles aplicáveis a outros negócios jurídicos bilaterais no Direito brasileiro. Se não forem cumpridos os requisitos da capacidade, o negócio jurídico será inválido, seja em decorrência de uma invalidade absoluta (nulidade) ou relativa (anulabilidade).

6.1.2. Legitimidade

Se em relação aos requisitos de capacidade não se apresentam maiores dificuldades, o mesmo já não ocorre quanto à legitimidade que as partes (cedente fiduciante e cessionário fiduciário) devem ter para celebrarem, válida e eficazmente, a cessão fiduciária em garantia. Afinal, o simples fato de a parte dispor dos requisitos genéricos de capacidade para os atos e negócios da vida civil não significa, automaticamente, que ela possa efetivamente realizar todos os atos e negócios colocados à disposição pelo sistema jurídico. Essa dificuldade em torno dos critérios da legitimidade decorre tanto da posição jurídica específica que cada uma das partes ocupa no negócio de cessão fiduciária em garantia, quanto das variadas formas jurídicas que elas podem escolher para a celebração deste mesmo negócio.

A capacidade e a legitimidade não se confundem. Aquela é a aptidão individual exigida em lei para que os sujeitos possam realizar, de forma válida, os atos e negócios da vida civil, enquanto esta é a aptidão necessária que o sujeito, capaz ou não, deve apresentar para (i) figurar como parte de certos negócios jurídicos e (ii) poder dispor dos bens ou

direitos que servem de objeto (ou meio de adimplemento) a tais transações⁷. Esse último requisito é fundamental para os negócios de disposição de bens e direitos (entre os quais a cessão fiduciária em garantia revela-se como uma espécie importante), uma vez que, não sendo o cedente apto a dispor do objeto da cessão, e não sendo tal impossibilidade de disposição algo meramente temporário, aleatório ou circunstancial, não há que se falar em validade do contrato de disposição, já que inexiste a possibilidade de se efetuar a transmissão da propriedade (em seu sentido amplíssimo). Pode existir, ser válido e eficaz o contrato obrigacional que deu razão para o negócio de disposição, mas este último não será válido se lhe faltar (e não for possível suprir) qualquer dos requisitos da legitimação. Por outro lado, embora não haja, no momento em que se formaliza a cessão fiduciária em garantia, titularidade ou poder de dispor sobre o direito objeto do negócio, mas tais atributos são possíveis de serem conquistados no futuro pelo cedente fiduciante, então é preciso reconhecer que o contrato permanecerá existente e válido, porém ineficaz em sua função dispositiva – do tipo translativa-constitutiva de garantia real – até o pleno surgimento do direito ou do poder de dispô-lo, momento a partir do qual passará a ser também eficaz⁸.

Ao se observar as formas jurídicas que a cessão fiduciária em garantia pode assumir no contexto do Direito brasileiro, logo se constata os requisitos de legitimidade individual requerido às partes para que estas possam celebrar validamente o negócio.

No caso das cessões fiduciárias atípicas, qualquer sujeito capaz estará legitimado a

⁷ Emilio Betti diferencia capacidade e legitimação nos seguintes termos: “(...) a capacidade é a aptidão intrínseca da parte para dar vida a atos jurídicos; a legitimação é uma posição de competência, caracterizada quer pelo poder de realizar atos jurídicos que tenham um dado objeto; quer pela aptidão para lhes sentir os efeitos em virtude de uma relação em que a parte está, ou se coloca, com o objeto do ato.” (BETTI, Emilio. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. Tomo II. Coimbra: Coimbra Editora, 1962. p. 11). Em sentido similar, Marcos Bernardes de Mello: “A capacidade de agir não se confunde com a legitimação, apesar de se tratar, em ambas as espécies, de aptidão subjetiva para a prática de atos jurídicos. É que, enquanto a capacidade constitui um estado pessoal relacionado ao poder de, pessoalmente e sem necessidade de assentimento assistencial, exercer os direitos e praticar os atos da vida civil, a legitimação consiste em uma posição do sujeito, capaz ou não, relativamente ao objeto do direito, que se traduz, em geral, na titularidade do direito...” (BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato...*, Plano da Validade, Ob. Cit. pp. 69-70).

⁸ Nesse sentido, são muito corretas e precisas as palavras de Luís Manuel Teles de Menezes Leitão: “Sendo a cessão de créditos um negócio de disposição, exige-se naturalmente a legitimidade e a capacidade do cedente para que ele possa ser celebrado, sendo inválida ou ineficaz a cessão no caso de o cedente não ser titular, ou não poder dispor do crédito, ou carecer da necessária capacidade negocial. Efectivamente, o que caracteriza os negócios de disposição é o facto de não poderem ser apenas celebrados com base na autonomia privada das pessoas, exigindo ainda a titularidade do direito subjetivo de que pretendem dispor, pelo que, faltando a titularidade do direito na esfera do cedente, este nunca se poderá considerar transmitido. Para além disso, como negócio de disposição que é, a cessão pressupõe a existência na esfera do cedente da capacidade para a prática dos actos de disposição de direitos, sem o que o negócio terá que se considerar inválido.” (Destaques nossos) (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 292). Conforme é possível depreender das palavras do autor português, a falta de titularidade ou de poder de disposição do bem ou direito pode ser uma questão de invalidade ou de ineficácia. Tudo dependerá da circunstância específica do caso.

figurar como cedente fiduciante ou cessionário fiduciário. Não existem restrições de cunho individual que impeçam as pessoas em geral de firmarem esse negócio jurídico, visando, a partir dele (ou melhor, da titularidade fiduciária dele resultante), resguardar o Negócio Financeiro Garantido. A única diferença entre as duas formas atípicas de cessão fiduciária admitidas no sistema jurídico nacional refere-se, especificamente, ao nível de segurança que irá recair sobre a expectativa do cedente fiduciante no que se refere à retomada da plena titularidade do direito cedido: enquanto no negócio fiduciário em sentido técnico essa expectativa tem uma proteção jurídica meramente obrigacional, resultando em perdas e danos no caso de seu descumprimento pelo cessionário, no negócio jurídico do tipo germânico, celebrado com cláusula resolutiva (art. 1.359 do CCBra), há direito expectativo real à reversão da titularidade, não havendo a necessidade de se celebrar um novo negócio dispositivo para tal finalidade, pois a reversão da titularidade dar-se-á *ipso iure*.

Por outro lado, no caso das cessões fiduciárias típicas, a situação já não é tão simples. Para aqueles que admitem a aplicação do art. 1.361 da CCBra também às cessões fiduciárias de direito, observa-se, novamente, que não há qualquer imposição restritiva à legitimidade das partes. Todos os sujeitos capazes ou assistidos para os atos da vida civil estarão aptos a celebrar a transmissão fiduciária sobre bens móveis infungíveis (que podem englobar direitos de crédito e direitos expectativos a esses créditos⁹), sem qualquer limitação, haja vista que, ao tipificar a propriedade fiduciária, o legislador do CCBra não limitou o seu campo de aplicação a um mercado específico e, portanto, a determinados agentes integrantes deste mercado. O mesmo já não ocorre, contudo, nas cessões fiduciárias em garantia do § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e dos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997, pois ambas apresentam requisitos bastante específicos a serem observados pelas partes que irão celebrá-las. Na primeira, o negócio de cessão fiduciária de direitos em garantia deve estar inserido em um contexto de operação de mercado financeiro ou de capitais, ainda que uma de suas partes não necessariamente integre um desses mercados. Assim ocorre, por exemplo, (i) na situação de uma pessoa física que toma financiamento junto a uma instituição financeira e concede em garantia a titularidade fiduciária sobre certos direitos de crédito que possui (p. ex. dividendos a serem futuramente distribuídos por sua companhia); e (ii) na hipótese de uma sociedade com registro de companhia aberta perante a CVM que emite debêntures no mercado e garante o pagamento desses títulos por meio da atribuição de uma titularidade

⁹ Sobre a qualificação dos direitos pessoais patrimoniais como bens móveis infungíveis para fins de garantia, conferir Subcapítulo 6.2.

fiduciária sobre alguns de seus direitos de créditos. Certamente, em ambos os casos existem pessoas que não integram, necessariamente, os mercados financeiros ou de capitais (as pessoas físicas que tomam empréstimos e os investidores que adquirem as debêntures), mas acabaram por celebrar, com pessoas que participam desses mercados (a instituição financeira e a sociedade com registro de companhia aberta), operações que justificaram o uso da garantia contemplada no § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965. Todas, portanto, dispunham de legitimidade para celebrar o negócio, em razão do contexto no qual estavam inseridas, o que não significa que sempre estarão legitimadas a assim fazer. É certo que, em razão da limitação legal imposta, uma cessão fiduciária celebrada entre duas companhias, que estão fora do mercado de capitais, e que não contam com a intermediação de uma instituição financeira, não poderá, ao menos com base no § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965, ser considerada válida. Essas mesmas partes terão que se valer dos negócios fiduciários atípicos ou do disposto no art. 1.361 do CCBra (se a sua aplicação for permitida às cessões fiduciárias de direitos) se quiserem constituir uma garantia real típica fundada na transferência da titularidade resolúvel de direitos patrimoniais. No que se refere à operação do mercado financeiro, é certo que apenas as instituições financeiras poderão figurar na condição de cessionárias fiduciárias, ficando todas as demais pessoas que venham a transacionar com elas aptas a figurar como cedentes fiduciantes. Já na segunda situação, prevista nos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997, fica claro que apenas as construtoras (e a quem elas venham a ceder seus direitos) poderão atuar como cedentes fiduciantes, já que somente elas (ou seus respectivos cessionários) serão titulares do único direito passível de cessão fiduciária nos termos da referida lei: os direitos de crédito resultantes da venda de bens imóveis. Da mesma forma, apenas as instituições financeiras que viabilizem créditos aos agentes do mercado imobiliário, fomentando as atividades relevantes deste setor da economia, poderão atuar na posição de cessionárias fiduciárias.

Mas não é somente as condições individuais das partes e do mercado em que elas atuam que deve ser considerada na análise da legitimação para a celebração de negócios jurídicos de cessão fiduciária de direitos. A legitimidade também se apura pela verificação da titularidade e do poder que cada uma das partes detém para dispor ou adquirir, conforme o caso, os direitos a serem objeto da cessão fiduciária em garantia.

Sem dúvida, no que se refere à cessão fiduciária de Direitos Expectativos aos Dividendos ou de Direitos de Crédito de Dividendos, é fundamental examinar se o cedente fiduciante é de fato o titular do direito cedido e, sendo seu titular, se tem poder para dele

dispor. Nem sempre a falta de titularidade ou do poder de disposição do direito aos dividendos repercutirá na invalidade do negócio, mas apenas na sua eficácia¹⁰. Porém, seja por decorrência de invalidade ou de ineficácia, nenhum credor deseja verificar que sua garantia não tem o valor e a proteção jurídica que acreditava, sendo fundamental, portanto, verificar quem serão os verdadeiros legitimados a figurar como cedentes fiduciários dos Direitos Expectativos aos Dividendos ou dos Direitos de Crédito de Dividendos. Os casos mais comuns são:

a.) Acionista. Quando se concebe o direito do acionista aos dividendos, diversos são os perfis que podem ser contemplados, conforme visto ao longo do Capítulo III. Normalmente, todos esses perfis se encontram presentes sob a titularidade de um mesmo indivíduo: o proprietário das ações¹¹. Dessa forma, é o próprio acionista o legitimado a atuar como cedente fiduciário dos direitos aos dividendos.

No entanto, é bastante possível que os vários perfis do direito ao dividendo (vale dizer: os diferentes direitos que se relacionam com os dividendos da companhia) possam ser detidos por diferentes indivíduos. Assim ocorre, por exemplo, no caso do Direito de Crédito de Dividendos. Quando o lucro é apurado e sua distribuição é deliberada pela assembleia geral da companhia, passa a existir efetivo direito de crédito em benefício do acionista, com valores e formas de pagamento bem definidos. Caso o acionista venha, portanto, a alienar

¹⁰ A distinção entre os planos do direito das obrigações e do direito das coisas novamente aparece com destaque aqui. O poder de disposição não é um requisito de validade ou de eficácia do negócio jurídico obrigacional de compra e venda, mas apenas do negócio de disposição. É perfeitamente possível realizar um negócio obrigacional de compra e venda válido e eficaz sem sequer existir o bem que se negocia. Da mesma forma, é possível realizar validamente o negócio de disposição (a manifestação de vontade de adimplir a obrigação mediante a entrega da coisa) sem que exista o bem ou sem que se tenha poder de disposição sobre ele. No entanto, no momento em que tal titularidade ou poder de disposição surgem, o contrato de disposição enche-se de eficácia, permitindo a transmissão definitiva do bem por meio da *traditio*. Essa mesma situação em nada se difere do que ocorre na cessão de direitos, muito embora, no caso desta, o modo de disposição aplicável seja o registro do instrumento público ou particular firmado entre as partes. Dessa mesma forma, esclarece Marcos Bernardes de Mello: “É preciso, ainda, considerar que a legitimação para dispor diz respeito, especificamente, à prática de ato de disposição caracterizado pela transmissão a outrem de bem ou de direito. Quem não é dono pode vender, mas a venda é eficaz em relação ao vendedor, criando entre ele e o comprador relação jurídica de que resultam obrigações de natureza pessoal em face de comprador (obrigação de indenizar, por exemplo). O acordo de transmissão do bem, no entanto, é ineficaz relativamente ao dono da coisa. Vender, apenas, não importa transmitir. A tradição da coisa móvel, o registro do acordo de transmissão do imóvel, o endosso do título de crédito, por exemplo, é o que têm efeito real de transmissão da propriedade. Para esses atos a legitimação constitui elemento essencial de eficácia e, algumas vezes, de validade.” (BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato...*, Plano da Validade, Ob. Cit. p. 72).

¹¹ “A condição de acionista está ligada à titularidade das ações. A ação confere ao seu titular o status socii, de onde deriva uma série de direitos e obrigações, dentre os quais se alinha o direito ao dividendo.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 315). “Sendo o direito ao dividendo mínimo obrigatório e ao dividendo, de maneira geral, um desdobramento do direito essencial do acionista de participação nos lucros sociais, é natural que ele esteja associado à titularidade da ação e, portanto, à condição de sócio.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 81).

suas ações em momento posterior, os dividendos deliberados, mas ainda não pagos, serão, salvo expressa disposição em contrário firmada entre as partes, de titularidade do antigo proprietário das ações, e não do novo acionista, conforme expressamente determina o art. 205, *caput*, da LSA.

Dessa forma, é evidente que se o Direito de Crédito de Dividendo deve ser cedido fiduciariamente em garantia de uma certa operação, apenas o antigo proprietário (ou seja, aquele que era titular da ação à época da deliberação) poderá fazê-lo. O novo acionista, apesar de plenamente capaz para os atos da vida civil, celebraria um negócio jurídico de disposição ineficaz¹² caso quisesse contemplar o Direito de Crédito de Dividendo já deliberado. A ele, apenas seria possível ceder os futuros Direitos de Crédito de Dividendos, na medida em que forem sendo deliberados, ou o Direito Expectativo ao Dividendo, desde que observadas as condições específicas de sua cessão (cf. Subcapítulo 3.4).

No caso dos acionistas condôminos, todos serão legitimados a ceder a respectiva quota parte do direito aos dividendos (enquanto crédito ou expectativo) que lhe cabem, desde que a ação não tenha sido objeto de cessão, hipótese em que a mesma lógica descrita acima para o acionista individual voltaria a se aplicar, de forma proporcional, a cada condômino.

Adicionalmente, é certo também que os vários direitos que compõem a participação societária podem ser objeto de titularidades distintas, a depender da ocorrência de negócios jurídicos legalmente previstos que permitam essa derivação de titularidades, a exemplo do que já ocorre com outros direitos de propriedade¹³. Em razão do princípio da incindibilidade da ação (cf. Subcapítulos 1.2.3 e 3.4), a multiplicidade de titularidades sobre os direitos a ela inerentes é limitada, mas, quando ocorrem, é essencial identificá-la, a fim de corretamente avaliar quem será o titular e o respectivo detentor dos poderes de disposição sobre os direitos aos dividendos, em seus mais diversos perfis¹⁴.

¹² É ineficaz porque ele, apesar de não ser o titular do referido direito no momento da celebração do negócio, pode adquiri-lo junto ao antigo acionista, tornando-se seu titular e dando plena eficácia dispositiva ao contrato de cessão fiduciária em garantia.

¹³ “Os direitos parciais ou elementares que integram a propriedade podem, como se sabe, achar-se em mãos de uma mesma pessoa ou pertencer a titulares diversos. São direitos elementares do proprietário os de usar, gozar e dispor da coisa (ius utendi, ius fruendi, ius abutendi), conforme dispõe o art. 524 do código civil [atual art. 1.228 do CCBra]. Desmembrado um desses direitos, a propriedade subsiste com o seu conteúdo íntegro, por se tratar de um direito coletivo, isto é, um direito composto de alguns direitos, que assim se define não por causa dos direitos que compreende, mas por causa dos direitos que pode compreender. E da mesma forma que subsiste o direito de propriedade, não obstante a transmissão de parte de seu conteúdo, subsistem outrossim aqueles direitos parciais e elementares, embora pertencendo a titulares diversos.” (Acréscimo nosso) (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. pp. 327-328).

¹⁴ “Ora, as ações emitidas pelas sociedades anônimas são suscetíveis de serem objeto de operações das mais variadas índoles, nas quais o direito de propriedade se fragmenta, ficando os diversos direitos que o compõem debaixo de titulares distintas. Mister se faz aí examinar a quem incumbe a titularidade do direito ao

b.) Legítimo Cessionário do Acionista. O primeiro negócio jurídico que viabiliza à existência de uma titularidade distinta da do acionista sobre os direitos aos dividendos é a própria compra e venda de direitos (ou seja, a cessão de direitos patrimoniais em seu estado mais puro e elementar). Conforme visto nos Subcapítulos 1.2.3 e 3.4, tanto o Direito Expectativo aos Dividendos quanto o Direito de Crédito de Dividendos são passíveis de destaque e comercialização autônoma da ação da qual são inerentes (no caso do primeiro) ou são decorrentes (no caso dos segundos), desde que cumpridos certos requisitos.

Dessa forma, admitindo que tais requisitos tenham sido satisfeitos, uma cessão fiduciária em garantia cujo objeto seja qualquer um desses direitos somente será válida e eficaz se feita pelo cessionário dos respectivos direitos, e não pelo acionista. A cessão fiduciária realizada pelo acionista será ineficaz porque, embora desprovido de titularidade e, por consequência, de poder de disposição sobre os referidos direitos, poderá ele readquiri-los do cessionário, garantindo, portanto, em momento posterior, a eficácia do negócio de disposição relativo à cessão fiduciária. Em razão do objeto da cessão ser os direitos relativos aos dividendos de uma companhia, dificilmente a cessão, seja fiduciária ou definitiva, realizada pelo acionista, será inválida. Essa hipótese apenas ocorreria no caso de uma previsão legal específica que impedisse a disposição dos dividendos auferidos pelo acionista de uma determinada companhia, tal qual pode ocorrer no caso das empresas públicas ou das sociedades de economia mista, cujos respectivos rendimentos financeiros (dividendos) eventualmente auferidos pelo Poder Público já estejam alocados a finalidades orçamentárias específicas. Nesta hipótese, sim, há verdadeira invalidade do negócio de disposição relativo aos dividendos.

c.) Usufrutuário. No usufruto, em razão da própria natureza do instituto, que garante ao usufrutuário o direito de gozar do bem (ou seja, de se beneficiar de seus frutos), o Direito de Crédito de Dividendos será, evidentemente, de titularidade do usufrutuário, sendo que os direitos de voto relativos à ação, incluindo aqueles que são necessários para o efetivo exercício do Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos, poderão ser livremente pactuados entre o nu proprietário e o usufrutuário. Dessa forma, o poder de ativar o Direito Expectativo aos Dividendos para que dele surja o Direito de Crédito de Dividendos caberá ao nu proprietário ou usufrutuário, a depender do que dispuser o ato constitutivo do gravame. Se tais direitos de voto forem alocados ao nu proprietário (acionista), então o usufrutuário poderá nada vir receber a título de dividendos (exceto aqueles legal ou estatutariamente

dividendo.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 328).

previstos), já que o acionista detém o controle sobre o voto e pode decidir no processo deliberativo alocativo do lucro que este será integralmente reinvestido na companhia.

Seja como for, fato é que pertencem ao usufrutuário os dois direitos passíveis de cessão: o Direito de Crédito de Dividendo e também o Direito Expectativo aos Dividendos, sendo ambos, contudo, limitados ao período em que o direito real (usufruto) perdurar. Dessa maneira, enquanto vigorar o usufruto, todos os dividendos deliberados serão do usufrutuário, cabendo a ele apenas o poder de cedê-los ou não a terceiros. Da mesma forma, em relação aos lucros ainda não apurados e deliberados, o Direito Expectativo aos Dividendos pertence também ao usufrutuário, mas apenas ao longo de toda a vigência do usufruto, sendo certo que a sua cessão, limitada ao período em que seu direito real perdurar, também será possível.

Por essa razão, o único legitimado a ceder direitos aos dividendos na vigência do usufruto é o usufrutuário¹⁵. A cessão eventualmente realizada pelo acionista no proprietário será, em regra, ineficaz, pois, assim como ocorre no caso do item (b) acima, o acionista pode também adquirir tais direitos do usufrutuário (apesar desta alternativa estar longe de ser uma realidade prática), atribuindo eficácia ao contrato de cessão fiduciária realizada.

d.) Fideicomissário e o Fiduciário do Fideicomisso. No fideicomisso (arts. 1.951 e ss. do CCBra), o testador transfere os bens, incluindo as ações de companhias, ao fiduciário, para que este os gerencie (e deles usufrua) até a resolução da propriedade em benefício do fideicomissário. Dessa forma, a mesma lógica do usufruto de ações aplica-se também aqui. A titularidade e o poder de disposição do Direito de Crédito de Dividendos e do Direito Expectativo aos Dividendos são do fiduciário no fideicomisso, até o momento em que se opera a resolução da propriedade, passando o fideicomissário a ser o titular pleno das ações e, conseqüentemente, dos direitos relativos aos dividendos. A disposição desses direitos (no perfil de crédito ou expectativo), pelo fiduciário, para além do período em que o fideicomisso deve perdurar, será, em regra, ineficaz. A eficácia ao negócio dispositivo celebrado pelo fiduciário do fideicomisso apenas surgirá se este vier a adquirir do fideicomissário os rendimentos financeiros das ações relativo ao período posterior à resolução da propriedade.

e.) Credor Pignoratício. No caso do penhor de ações, o Direito de Crédito de Dividendo e também o Direito Expectativo aos Dividendos pertencem, em regra, ao

¹⁵ “Ora, no usufruto das ações cabe ao usufrutuário a titularidade do dividendo, em razão de ser este o fruto da coisa usufruída. E titular do direito ao dividendo continuará o usufrutuário ainda que se alienem as ações gravadas, estando os sucessivos adquirentes da nua-propriedade obrigados a permitir o gozo da coisa por parte do titular do usufruto.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 330).

acionista empenhante, sendo ele, portanto, a pessoa apta a deles dispor¹⁶. Entretanto, é facultado às partes do contrato de penhor de ações prever a questão de maneira diversa, passando a disciplinar que, durante a vigência do penhor, os dividendos serão do credor pignoratício ou que os direitos a eles relativos (expectativos ou de créditos) integrarão o objeto da garantia, passando a sobre eles existir um direito real de garantia, nos termos dos arts. 1.451 e ss. do CCBra. Nessa segunda hipótese, portanto, a cessão do Direito de Crédito de Dividendo ou do Direito Expectativo aos Dividendos é válida e eficaz, embora tais direitos sejam cedidos já gravados pela garantia real sobre eles anteriormente criada (o penhor de direitos), devendo esta última garantia, portanto, prevalecer sobre a titularidade (definitiva ou fiduciária) adquirida pelo cessionário.

f.) Credor Fiduciário. No caso da alienação fiduciária das ações, o Direito de Crédito de Dividendo e o Direito Expectativo aos Dividendos pertencem, em regra, ao acionista, tal como ocorre no penhor, sendo ele, portanto, a pessoa apta a deles dispor¹⁷. Se, por conta da alienação fiduciária das ações, houver também a cessão fiduciária dos direitos aos dividendos, então ao credor fiduciário estes pertencerão. No entanto, se nada dispuserem as partes sobre os dividendos, deverá ser observado o seguinte: enquanto não vencida a dívida, os dividendos pagos pela companhia são do acionista (fiduciante). Sendo assim, ele poderá dispor do Direito de Crédito de Dividendo e do Direito Expectativo aos Dividendos referentes a esse período. No entanto, após o vencimento da dívida, e estando esta inadimplida, pode o credor, até a venda definitiva das ações, receber os dividendos em seu único e exclusivo proveito, utilizando os recursos assim recebidos para a amortização do saldo devedor da dívida, e entregando a eventual quantia remanescente ao próprio acionista (fiduciante), razão pela qual este já não terá mais a titularidade ou o poder de disposição sobre os referidos direitos (exceto sobre este eventual excesso não aproveitado pelo credor). Essa distinção de momentos leva, inexoravelmente, a seguinte conclusão: se a alienação fiduciária das ações não contemplar, em paralelo, também a cessão fiduciária dos direitos aos dividendos (expectativo ou de crédito) e, antes do vencimento da dívida principal do credor garantido com a titularidade fiduciária das ações, o acionista devedor fiduciário vier a dispor dos direitos aos dividendos relativos a essas ações, será o cessionário daqueles, e não o adquirente fiduciário destas, a quem deverá ser reconhecida a preferência (com eficácia

¹⁶ Nesse mesmo sentido, conferir: (i) PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 187-192; e (ii) LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 331-334.

¹⁷ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 133.

real perante terceiros – *erga omnes*).

6.2. Requisitos Objetivos: direitos do acionista aos dividendos (em alguns de seus perfis) como objeto da cessão fiduciária em garantia

O segundo aspecto fundamental para a válida e eficaz concepção do negócio jurídico de cessão fiduciária em garantia está relacionado aos requisitos de seu objeto. Mais especificamente, do objeto da sua prestação, o qual, nos termos dos arts. 104, II, e 166, II, do CCBra, deve ser sempre lícito, possível e determinável¹⁸.

Os exatos conceitos e extensões do que é um objeto lícito, possível e determinável não podem ser satisfatoriamente analisados sem que se verifique, inicialmente, as regras que regem as diferentes formas (típicas e atípicas) sob as quais é possível que um determinado negócio jurídico seja celebrado à luz do Direito brasileiro. Essa observação é ainda mais pertinente no caso da cessão fiduciária de direitos (de créditos ou expectativas de direitos de crédito) em garantia, visto que, a depender do tipo negocial específico adotado, serão bastante distintos os requisitos referentes ao seu objeto, sendo certo que, ao não se observar adequadamente cada um dos possíveis contextos negociais, poderão estes determinar – tal como visto no caso dos requisitos subjetivos – ora a invalidade, ora a ineficácia do negócio jurídico em análise.

Ao colocarmos essa premissa inicial em perspectiva, verifica-se a necessidade de se afastar, desde logo, o uso da cessão fiduciária típica, conforme regulada nos termos da Lei nº 9.514/1997, para fins de constituição de uma garantia real sobre quaisquer direitos patrimoniais relativos aos dividendos a serem pagos por uma determinada companhia. Afinal, o art. 17 da referida lei é claro em estabelecer que o tipo de negócio jurídico ali previsto é aplicável apenas às cessões fiduciárias cujos objetos – os direitos cedidos – sejam decorrentes das receitas auferíveis a partir dos contratos de compra e venda de bens imóveis.

¹⁸ Cf. destaca Marcos Bernardes de Mello, o *objeto da prestação* não deve ser confundido com o *objeto do negócio jurídico* em si mesmo. Este se refere à finalidade ou atribuição específica que as normas jurídicas imputam a um determinado negócio, sendo, por essa razão, qualificado também como o efeito ou a alteração que ocorre na esfera patrimonial dos contratantes a partir da celebração do referido negócio, enquanto aquele é o objeto (bem ou direito) transacionado entre as partes com vistas a promover a atribuição (e a respectiva redução) patrimonial acordada. Justamente por isso, é possível se afirmar que: “o *objeto do negócio* (em sentido estrito) pode ser lícito, possível e determinado; mas se a prestação [vale dizer: o objeto da prestação] é ilícita, ou impossível, ou indeterminável, nulo será o negócio jurídico.” (Acréscimo nosso) (BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato...*, *Plano da Validade*, Ob. Cit. pp. 76-77). O que se pretende no presente Subcapítulo é discutir o objeto da prestação, ou seja, o bem ou o direito que serve como riqueza para a realização da prestação (dispositiva), e não os efeitos do negócio jurídico (que serão vistos mais detalhadamente no Capítulo VII).

Trata-se aqui de um claro requisito legal que impede o uso do Direito de Crédito ao Dividendo ou do Direito Expectativo ao Dividendo como objeto daquele negócio específico. Seria esse negócio, portanto, inválido, ao menos se considerado como uma cessão fiduciária típica pautada no negócio jurídico disciplinado na Lei nº 9.514/1997¹⁹.

Essa constatação não impede, no entanto, o reconhecimento da existência e da validade da cessão fiduciária do Direito de Crédito ao Dividendo ou do Direito Expectativo ao Dividendo enquanto um negócio fiduciário atípico (cf. Subcapítulo 4.1), seja em sentido técnico (arts. 286 e ss. do CCBra) ou do tipo germânico (art. 1.359 do CCBra), ou mesmo enquanto uma cessão fiduciária típica, limitada ao âmbito de atuação dos mercados financeiros e de capitais (§ 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1995), visto que sob todas essas outras formas admite-se, sem dificuldades, os direitos de crédito ou outros direitos patrimoniais como objetos legítimos do negócio. A dúvida persistiria apenas em relação à alienação fiduciária em garantia, tal como originalmente prevista no art. 66 da Lei nº 4.728/1965 e atualmente regulada, de forma específica e mais ampliada, nos atuais arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra, pois, conforme visto, José Carlos Moreira Alves sempre advogou, no que foi seguido pela grande maioria da doutrina brasileira, a tese de que o disposto em tais artigos limitava-se aos bens móveis infungíveis corpóreos, alocando as hipóteses de cessão fiduciária de direitos, inevitavelmente, no rol dos negócios jurídicos fiduciários atípicos ou excepcionalmente típicos (tal como se passa no caso da Lei nº 9.514/1976, que disciplina a cessão fiduciária de créditos no mercado imobiliário)²⁰.

Essa posição, contudo, não parece ser a mais correta à luz do Direito brasileiro. Há que ser observado que o direito de crédito e outros direitos patrimoniais em geral são considerados, para todos os fins legais, bens móveis, pois estão expressamente contemplados no art. 83, II, do CCBra. Ademais, os direitos de crédito não podem ser qualificados como fungíveis pelo simples fato de resultarem em um pagamento em dinheiro (este sim, bem fungível por excelência). É preciso considerar o contexto no qual eles são negociados, a fim de se determinar a sua verdadeira natureza, especialmente quando tal contexto envolve a determinação de bens que servirão como objeto de garantias reais.

O direito pessoal de caráter patrimonial – entre os quais o direito de crédito destaca-se como uma das espécies mais importante – apresenta particularidades bastante específicas

¹⁹ Isso, contudo, não impede a aplicação do regime jurídico da cessão fiduciária prevista na Lei nº 9.514/1997 de forma subsidiária às demais cessões fiduciárias típicas, não apenas pela semelhança de estruturas, mas também por expressa referência legal, a exemplo do que faz o § 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965.

²⁰ Cf. Nota de Rodapé nº 1 do Capítulo IV.

quando é considerado pelo credor para fins de garantia. Não há dúvidas que ele contempla um valor objetivo intrínseco, conversível em um montante pecuniário no instante de seu pagamento. No entanto, enquanto ainda é simples direito a crédito, uma particularidade logo se destaca: a incerteza em torno do seu adimplemento, em virtude das circunstâncias financeiras que cercam o seu respectivo devedor. Quando certo direito patrimonial é aceito pelo credor, não há apenas preocupação quanto ao seu valor e prazos de pagamento, mas quanto aos riscos de inadimplemento a eles relativos. Certamente, dois direitos de crédito, p. ex., que apresentem o mesmo valor, são bens integrados ao patrimônio do cedente fiduciante que se caracterizam por ser da mesma espécie e quantidade (valor). Apresentariam, contudo, a mesma qualidade? É possível, mas não necessariamente. A qualidade entre dois direitos de crédito está vinculada de forma direta aos riscos específicos relativos aos respectivos devedores, aos mercados nos quais eles deverão ser pagos, entre outros fatores que podem interferir na dinâmica de seu adimplemento. Justamente por isso, os direitos de crédito que são alocados pelo cedente fiduciante à garantia precisam passar pelo crivo de risco do credor, antes de serem aceitos. A relevância dos direitos patrimoniais cedidos em garantia destaca-se, particularmente, no período que antecede à data de seus respectivos pagamentos; período este em que, certamente, nenhum credor dirá que os direitos oferecidos pelo cedente fiduciário são exatamente iguais e intercambiáveis entre si. Podem ser da mesma espécie e contemplar o mesmo valor, mas a qualidade em torno de seu pagamento não é idêntica, o que impede o seu perfeito enquadramento no *caput* do art. 85 do CCBra, ao menos quando analisados como objeto de uma garantia real.

Além da particularidade em torno de sua natureza específica – quando analisados na condição de objeto de garantia real –, há também um outro fator a ser considerado e que parece contribuir para que os direitos patrimoniais em geral (expectativos ou de crédito) sejam qualificados como infungíveis. Mesmo após o seu pagamento – momento em que são convertidos em dinheiro, tornando-se fungíveis por natureza –, as partes podem, por meio de estruturas organizativas convencionais (a serem analisadas no Subcapítulo 7.1.2.1), infungibilizá-los. Isto é, estabelecer um mecanismo de gestão de recursos financeiros, envolvendo contas bancárias vinculadas à garantia, entre outros critérios de movimentação, que tornem os valores pecuniários recebidos a partir dos direitos patrimoniais cedidos tão segregados e diferenciados dos demais bens e recursos integrados ao patrimônio do devedor, que não há dúvidas quanto a quais recursos financeiros a garantia está de fato a contemplar. Na realidade, a gestão desses recursos pode se tornar tão sofisticada e complexa, que acabe

por torná-los mais infungíveis que muitos outros bens tradicionalmente qualificáveis como tais.

Dessa forma, em razão da definição do objeto, não há qualquer justificativa que pareça afastar a cessão fiduciária de direitos em garantia do campo de incidência do disposto nos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra. Nem mesmo José Carlos Moreira Alves negava que, pela mera referência a bens móveis infungíveis, já pudessem ser afastados os direitos de crédito como objeto da alienação fiduciária, tanto que fez questão de excetuá-los de forma expressa, sob o argumento de que tais riquezas apenas poderiam ser transmitidas mediante negócio de *cessão fiduciária* (típica ou atípica), mas não de *alienação fiduciária*, que estaria mais bem reservada às transmissões dos bens corpóreos infungíveis²¹. No entanto, como bem indicou Pontes de Miranda ao analisar a redação original do regramento aplicável à alienação fiduciária (art. 66 da Lei nº 4.728/1965), a concepção de “propriedade” ali empregada, assim como em outras passagens da legislação civil, deveria ser compreendida em seu sentido “*larguíssimo, porque há transferência fiduciária de direitos, que não são, sequer, direitos reais. Tal o que ocorre com a transmissão fiduciária de créditos.*”²². Dessa forma, não é possível ler de maneira restritiva o conceito de alienação empregado pela lei (conceito este, aliás, que o atual CCBra não mais utiliza, limitando-se a falar em “*transferência*” da “*propriedade fiduciária*”), pois este, ao ser conjugado com a noção de propriedade em seu sentido amplíssimo, teria na verdade o significado de transmissão, o que, *lato sensu*, abarcaria também a noção de cessão de direitos²³. Ademais, sendo os créditos cedidos considerados infungíveis para fins de garantia real²⁴, além de serem móveis por

²¹ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 134-135.

²² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo LII (atualizado por Bruno Miragem), Ob. Cit. p. 407.

²³ “*As particularidades de algumas regras jurídicas da Lei n. 4.728 de modo nenhum afastam outras figuras de transmissão fiduciária da titularidade de direitos, inclusive da propriedade, ou da posse, sem que se tenha a posse do bem ou do documento-pertença. (...) O que acima dissemos a respeito da alienação fiduciária, em segurança, de propriedade ou de algum dos seus elementos, também se há de observar a propósito da cessão fiduciária, em segurança, de crédito, ou de outro direito pessoal. Apenas não há posse do direito; o que pode haver é posse do documento, pertença do direito. Se o direito se incorpora em cártula, há posse da cártula.*” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo LII (atualizado por Bruno Miragem), Ob. Cit. p. 419).

²⁴ Mais uma vez, vale a lição que apresentamos anteriormente e que precisa ser ressaltada. O fato de um determinado direito de crédito – que tenha sido cedido a um terceiro, seja em caráter definitivo ou em garantia de uma outra obrigação – ser facilmente redutível a valores pecuniários e, portanto, ser facilmente substituível por outros que apresentem valores financeiros e riscos similares, não significa que ele seja em si mesmo fungível. Essa qualidade (fungibilidade) é garantida ao resultado final do direito de crédito, ou seja, ao dinheiro (crédito) que será pago em decorrência dos procedimentos de cobrança, mas não ao direito de crédito em si mesmo. Se alguém cede em favor de um terceiro certos direitos de crédito oriundos de um determinado contrato de fornecimento, tais direitos são, por certo, infungíveis, pois não é possível substituí-los por outros que

expressa determinação legal (art. 83, II, do CCBra), nenhuma restrição ou dificuldade existiria em relação à delimitação legal estabelecida no *caput* do art. 1.361 do CCBra, que impõe à aplicação da propriedade fiduciária aos *bens móveis infungíveis*, simplesmente, não importando a sua natureza corpórea ou incorpórea.

Por tudo isso, parece ser possível, e até necessário, reconhecer a aplicação da alienação fiduciária típica também às cessões fiduciárias de direitos em garantia²⁵, assegurando-se aos credores destas as mesmas prerrogativas de caráter real permitidas aos credores daquela. Essa interpretação permite também que outros sujeitos, que não apenas aqueles ligados aos mercados financeiros ou de capitais, possam lançar mão da cessão fiduciária de direitos típica a fim de garantir suas respectivas relações. Esse poderia ser o caso, por exemplo, dos próprios Poderes Públicos federal, estadual e municipal, ao cederem fiduciariamente em garantia os direitos relativos aos dividendos que venham a receber das empresas públicas ou das sociedades de economia mista nas quais detenham participações, prestando, nesses termos, as garantias de caráter real relevantes para os projetos de PPP que venham a realizar. É claro que ao se afirmar serem os arts. 1.361 a 1.368-A aplicáveis também às cessões fiduciárias de direitos em garantia, não se quer com isso determinar que todo o seu regime jurídico seja cabível. Afinal, em razão da própria influência de José Carlos Moreira Alves, o instituto foi inserido no atual CCBra contendo algumas regras que foram claramente pensadas para regular a propriedade fiduciária sobre coisas corpóreas (p. ex. desdobramento da posse – § 3º do art. 1.361 do CCBra), razão pela qual são, portanto, incompatíveis com uma cessão fiduciária de direitos. Por esse motivo, as regras que não forem a ela pertinentes devem ser complementadas pela vontade das partes ou mesmo

apresentem, na perspectiva jurídica, a mesma qualidade. O contrato de fornecimento que proporcionou os direitos de crédito é específico e único, razão pela qual as qualidades dos direitos de crédito dele decorrentes também são específicas e únicas. Muitas vezes, conforme será visto no Capítulo 7.1.2.1 (ao se tratar do mecanismo da trava bancária), o credor aceita substituir os direitos de crédito a ele cedidos por outros que apresentem características e valores semelhantes, mas tal circunstância fática-econômica está longe de influir no plano jurídico, a ponto de qualificar o direito de crédito como um bem de caráter fungível. Não se deve confundir o bem utilizado para pagar o direito de crédito (normalmente, o dinheiro – este sim, bem fungível por excelência), com o direito que fundamenta o seu recebimento. Os direitos de crédito, por mais parecidos que sejam, resultam de diferentes relações obrigacionais, que, embora possam ter riscos e qualidades similares, são distintos. Não sem razão que os credores que recebem do devedor certos direitos de crédito em garantia precisam avaliar de forma individualizada os riscos relativos a cada novo direito que o devedor, seja em substituição aos direitos anteriormente cedidos ou em complementação aos já existentes, deseja incluir no contexto da garantia.

²⁵ “Cumpra ainda advertir-se que há a alienação fiduciária, em segurança, que não é de bem imóvel, nem de bem móvel, objeto de direito real: a alienação fiduciária, em segurança, de crédito, ou de outro direito pessoal.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo LII (atualizado por Bruno Miragem), Ob. Cit. p. 423).

substituídas por aquelas mais específicas previstas em outros institutos similares (p. ex. a cessão fiduciária de direitos no mercado financeiro e de capital, nos termos dispostos no § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965).

Essa posição de José Carlos Moreira Alves, adotada de forma majoritária pela doutrina brasileira e que acabou por limitar o campo de aplicação da alienação fiduciária, determinou também uma incerteza jurídica quanto à possibilidade da adoção da titularidade fiduciária como forma de garantia real de obrigações financeiras, especialmente em um cenário de falência ou insolvência do devedor. A necessidade de se afastar essa incerteza de entendimentos quanto à efetividade deste tipo de garantia no ordenamento jurídico brasileiro explica o fato de terem surgido leis especiais que contemplassem tal garantia de forma expressa, ao menos para alguns setores específicos (§ 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997). E, neste aspecto, as leis especiais contribuíram de forma positiva e significativa, inclusive no que se refere à apreciação de questões polêmicas pelos tribunais. No entanto, é um exagero afirmar ter sido apenas a partir delas que a cessão fiduciária – enquanto um negócio jurídico que viabiliza o estabelecimento de uma garantia real típica – foi concebida em nosso Direito. Ela já existia, de forma expressa, clara e típica, pelo menos, desde a redação original do art. 66 da Lei nº 4.728/1965, mas é inegável também que existisse, ainda que sob a forma de um negócio fiduciário do tipo germânico, mediante a simples possibilidade de criação, por vontade das partes, de uma propriedade (amplíssima) resolúvel, que se resolvia, por força da cláusula resolutiva (art. 1.359 do CCBra – antigo art. 647 do Código Civil de 1916), *ipso iure*, proporcionando ao seu titular (o credor fiduciário) o mesmo nível de proteção jurídica auferido pelo credor de uma propriedade fiduciária em garantia típica, conforme bem já destacava Pontes de Miranda²⁶.

A partir desta releitura do ordenamento jurídico, é possível propor agora uma nova sistematização dos tipos de cessão fiduciária de direitos em garantia admitidos no Direito brasileiro (conforme Quadro 6.2 abaixo), na qual se assume como possível a incidência dos arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra para regular as cessões fiduciárias de direitos patrimoniais em geral e não apenas aqueles relativos à propriedade de coisas móveis infungíveis corpóreas:

²⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 364-384.

Quadro 6.2 – Regime Jurídico da Cessão Fiduciária no Direito Privado Brasileiro

Regime Jurídico da Cessão Fiduciária					
Espécie	Tipicidade	Base Legal Relevante	Aplicação	Objeto	
Negócio Fiduciário em Sentido Técnico	Não	Arts. 121-137 e 286-298 do CCBra	Irrestrita	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.	
Negócio Fiduciário do Tipo Germânico	Não	Arts. 121-137; 286-298 e 1.359 do CCBra	Restrita ²⁷	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.	
Cessão Fiduciária de Créditos Imobiliários	Sim	Arts. 17-20 da Lei nº 9.514/1997	Mercado Imobiliário	Apenas créditos decorrentes de contratos de alienação de imóveis.	
Cessão Fiduciária de Direitos em Geral	A	Sim	Arts. 1.361-1.368-A do CCBra	Irrestrita	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial.
	B	Sim	Art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/1965	Mercado Financeiro e de Capitais	Qualquer direito pessoal de caráter patrimonial, inclusive bens e direitos de natureza fungível ²⁸ .

Colocadas as bases dos regimes jurídicos das diversas formas jurídicas que a cessão fiduciária de direitos em garantia pode assumir no Direito brasileiro, cabe agora analisar efetivamente os requisitos que os direitos pessoais de caráter patrimonial – ou seja, os verdadeiros objetos da cessão fiduciária em garantia – devem apresentar para garantir a validade e a eficácia do negócio, permitindo, assim, o surgimento da garantia real pretendida pelas partes.

Para essa análise, serão observados de perto os direitos patrimoniais que interessam de forma mais específica neste trabalho: o Direito de Crédito de Dividendos e o Direito Expectativo aos Dividendos.

²⁷ Ao aceitar a aplicação da propriedade fiduciária em garantia como sendo também cabível à cessão fiduciária de direitos, será preciso admitir que os negócios fiduciários do tipo germânico constituídos com base no art. 1.359 do CCBra estarão agora limitados às outras finalidades que o negócio fiduciário pode vislumbrar (administração de bens, representação, etc.). A finalidade própria de garantia, em razão da sua vasta utilização, teria sido, portanto, tipificada de forma mais específica na lei civil (arts. 1.361 a 1.368-A do CCBra), devendo essas regras específicas serem aplicáveis. No entanto, caso continue a se negar a aplicação do regime da propriedade fiduciária também aos direitos de crédito em geral, inegável é que a disciplina oferecida pelo art. 1.359 do CCBra dá a possibilidade de celebração de um negócio fiduciário do tipo germânico, tendo por base direitos pessoais patrimoniais em geral, o que, além de proporcionar resultados práticos similares àqueles observados nos negócios fiduciários típicos, ainda apresenta a vantagem adicional de poder ser utilizado por qualquer pessoa, em qualquer mercado.

²⁸ Além de retirar a incerteza quanto à melhor interpretação do disposto no art. 1.361 do CCBra, o § 3º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 é inovador no ordenamento jurídico brasileiro porque permitiu a constituição da titularidade fiduciária em garantia sobre bens móveis fungíveis, o que, de fato, o art. 1.361 do CCBra não permite.

6.2.1. Licitude

Há basicamente duas formas de se realizar uma cessão fiduciária de direitos relativos aos dividendos pagos por uma determinada companhia. A primeira diz respeito a dividendos já apurados e deliberados, em relação aos quais existe um efetivo direito de crédito do acionista (Direito de Crédito de Dividendos). A segunda, que é mais comum e necessária para os negócios de garantia em geral, refere-se aos dividendos que ainda serão, futura e oportunamente, apurados e distribuídos pela companhia, sendo certo que, em razão do risco inerente a toda atividade econômica, poderão não sê-lo (Direito Expectativo aos Dividendos).

Tanto o Direito de Crédito de Dividendos quanto o Direito Expectativo aos Dividendos decorrem dos legítimos rendimentos auferidos a partir da exploração de atividade econômica realizada em sociedade. Dessa forma, se lícito for o objeto da sociedade, (i) lícitos serão também os rendimentos societários distribuídos aos sócios e, por consequência, (ii) válidos serão os negócios jurídicos dispositivos que os tiverem como objeto.

6.2.2. Possibilidade Jurídica

Ainda que seja lícito, o objeto do negócio dispositivo de cessão fiduciária pode estar sujeito a restrições de ordem legal, convencional ou de natureza da obrigação da qual decorrem, que acabam por impedir a sua transmissão²⁹. Ao existirem essas restrições, a cessão do direito estará impossibilitada, sendo, portanto, inválida ou ineficaz o negócio jurídico a ela relativo.

Restrições Legais. No caso do Direito de Crédito de Dividendos não existem disposições legais que impeçam a sua cessão. Pelo contrário, o art. 286 do CCBra contempla o princípio segundo o qual são cedíveis os créditos, as pretensões reais a ele relativas e também os direitos pessoais de caráter patrimonial de forma independente da relação jurídica do qual eles decorrem³⁰.

²⁹ Não importa se o objeto em si mesmo admite a sua transmissão física. Se houver restrição legal que impeça a sua transmissão, haverá impossibilidade jurídica de sua cessão a terceiros (BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato..., Plano da Validade*, Ob. Cit. pp. 152-153).

³⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 355. Quanto à cessão dos demais direitos pessoais de caráter patrimonial, vale a observação de Gustavo Haical: “O princípio da livre cessibilidade não é restrito

Em relação ao Direito Expectativo ao Dividendo, a situação já não é tão simples. Embora os direitos expectativos sejam cedíveis se os direitos expectados também forem³¹, o Direito Expectativo ao Dividendo, conforme visto, é inerente ao *status socii*, encontrando, por consequência, a restrição legal imposta pelo art. 28 da LSA, que determina a impossibilidade da divisão e da cessão autônoma dos direitos inerentes à ação. Trata-se, portanto, de um direito que, em razão da sua própria natureza, apresenta restrições legais não verificáveis em direitos expectativos decorrentes de outros negócios jurídicos, nos quais a liberdade individual das partes para destacar e comercializar certos direitos é praticamente irrestrita. A ação representa o *status socii* e deve mantê-lo íntegro de forma a assegurar as finalidades típicas dos contratos de sociedades, razão pela qual a LSA lhe qualifica como indivisível.

Essa restrição legal é, contudo, flexibilizada pelo disposto nos arts. 2^a, II, da Lei nº 6.385/1976 e 26 da LSA, que, quando conjugados, permitem o destaque de alguns direitos societários, desde que observadas as condições legais implícitas já expostas no Subcapítulo 3.4, quais sejam: ser um direito de natureza patrimonial, perfeitamente determinável, cujo destaque em relação à ação precisa ser público, apresentar uma finalidade econômica relevante e ter caráter meramente temporário, de maneira a não proporcionar a modificação ou a extinção do valor mobiliário do qual é decorrente.

Dessa forma, em princípio, não existem objeções de ordem legal que impeçam a cessão de qualquer desses direitos. Caso o Direito de Crédito de Dividendos e o Direito Expectativo aos Dividendos não atendessem aos requisitos de cedibilidade, estariam, evidentemente, impossibilitados de figurarem como objeto de um negócio jurídico dispositivo, o que afetaria de maneira direta a validade deste negócio. No entanto, isso não significa que tais objeções não possam existir casuisticamente. O art. 298 do CCBra determina, por exemplo, ser ineficaz o negócio de cessão do direito sob o qual exista medida restritiva, a exemplo do que ocorre na penhora, no arresto e no sequestro³², hipóteses em que, evidentemente, tanto o Direito de Crédito de Dividendos quanto o Direito Expectativo

aos créditos. Em que pese o Código Civil de 2002 tratar somente de uma espécie de direito – o crédito – e não ter mantido o que vinha disposto no art. 1.078 do Código Civil de 1916, há liberdade de cessibilidade dos direitos. (...) Assim, podem ser transferidos direitos de natureza tanto pessoal como real.” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 26).

³¹ “Os direitos expectativos são transferíveis se o são os direitos expectados.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 402).

³² HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 46-49.

aos Dividendos não estarão aptos a servir como objeto de cessão fiduciária.

Restrições Negociais – “Pactum de non cedendo”. Por outro lado, ainda que os requisitos legais estejam presentes, e que não haja qualquer medida restritiva afetando a eficácia da transmissão dos direitos, é preciso observar também se existem acordos entre os credores e os devedores que possam inviabilizar a cessão dos direitos pretendidos. Sobrevindo tal acordo entre o credor e o devedor do direito a ser cedido, nos termos em que permite o art. 286 do CCBra, seja anterior, simultânea ou posteriormente ao contrato do qual ele se origina, ficará constituída a incedibilidade³³.

A eficácia do *pactum de non cedendo* determina a impossibilidade jurídica da cessão do direito, o que significa não apenas a existência de uma obrigação de não fazer por parte do credor, como também a perda do poder de disposição sobre o direito que se determinou intransmissível. Dessa forma, como bem destaca Luís Manuel Teles de Menezes Leitão³⁴, uma vez cumpridas as formalidades relativas ao pacto em si – que deve, necessariamente, seguir os mesmos ritos formais do negócio jurídico em que se insere³⁵ – este passará a ter efeitos de caráter real, ou seja, *erga omnes*, caso (i) tenha sido registrado nos termos da lei (no caso do Direito brasileiro, nos termos em que determina o art. 221 do CCBra) ou (ii) conste de forma expressa no instrumento relativo ao negócio jurídico de que resulta o crédito e a cessão tenha que ocorrer necessariamente mediante o conhecimento deste instrumento pelo cessionário³⁶. Isso significa, portanto, que a eventual cessão de um direito gravado com o *pactum de non cedendo* oponível a terceiros será ineficaz, visto que, a qualquer momento ou condição, o devedor do direito cedido pode apresentar sua posição favorável à cessão, afastando a restrição relativa à cessão e atribuindo-lhe, ato contínuo, a eficácia requerida para os fins do negócio jurídico de disposição³⁷.

Importante observar que o caráter real do *pactum de non cedendo* decorre de

³³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 279-280.

³⁴ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 306-307.

³⁵ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 361.

³⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 360.

³⁷ “O pactum de non cedendo, por gerar a inalienabilidade do crédito, não transforma essa inalienabilidade em hipótese de impossibilidade jurídica absoluta, caso em que a cessão realizada seria nula, nos termos do art. 166, II do Código Civil, mas em relativa, o que transforma em ineficaz a cessão quanto à transferência do crédito. Por isso, após a conclusão de cessão, que tem objeto crédito intransferível por existência de pactum de non cedendo, sendo o pacto a favor de devedor e se sobrevier a aprovação dele, a cessão passa a ser eficaz.” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 45).

disposição legal expressa (art. 286 do CCBra), impondo ao respectivo cessionário o dever de verificar se o contrato do qual o direito decorre contempla tal restrição ou se há registro do *pacto de non cedendo*. Conforme destaca Marcos Bernardes de Mello³⁸, a criação de impossibilidades jurídicas de cessão de bens e direitos por vontade das partes não é livre. Somente a lei pode determinar as hipóteses em que ela é admitida, tal como faz no caso das cessões de créditos e direitos em geral, ao prever a possibilidade do *pactum de non cedendo*. Dessa forma, as restrições pactuadas que não sejam registradas, ou que não possam ser conhecidas pelo cessionário em virtude da simples análise do contrato de que resultam, constituem objeto apenas de direito pessoal, obrigacional, não criando qualquer impossibilidade jurídica de cessão eficaz perante o cessionário³⁹. A violação de tais restrições implica apenas inadimplemento de obrigações, de que resulta ilicitude relativa, indenizável com perdas e danos⁴⁰.

O *pacto de non cedendo* envolve o credor e o devedor do direito que se pretende ceder. Quando pensada no contexto dos direitos relativos aos dividendos pagos por uma companhia ao seu acionista, ela precisaria ser estabelecida entre a companhia, que é a devedora do direito, e cada um dos respectivos acionistas, que são os credores. Dessa forma, *pacto de non cedendo* dos rendimentos societários eficaz exige a sua previsão de forma expressa no estatuto social da companhia, se aplicável de forma geral para todos os acionistas, ou nos livros de registro de ações, caso negociada individualmente com certos e determinados acionistas. O *pacto de non cedendo* firmado entre os próprios acionistas, em acordos parassociais específicos, teria o mesmo resultado, caso o referido acordo fosse registrado nos livros sociais.

³⁸ BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato..., Plano da Validade*, Ob. Cit. p. 155-156.

³⁹ “Se não tiver conhecimento, diz a lei que o acordo lhe é inoponível, pelo que pode concluir-se ser a sua eficácia meramente relativa: o acordo produz efeitos entre as partes (credor e devedor), no sentido de sujeitar o primeiro à responsabilidade decorrente da sua violação, mas é ineficaz relativamente ao cessionário e, assim sendo, não se vê como possa ser eficaz em relação a outros terceiros. A eventual eficácia relativamente a terceiros é consumida pela ineficácia perante o cessionário. Significa isto, concomitantemente, que o contrato-fonte da transmissão, celebrado entre cedente e cessionário, é plenamente eficaz. Se, pelo contrário, o cessionário tiver conhecimento do acordo inibidor da transmissão, então dispõe a lei, a contrario sensu, que este lhe é oponível, ou seja, o pactum de non cedendo tem eficácia absoluta, já não produz efeitos apenas entre as partes, mas também em relação a terceiros, como cessionário.” (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 484).

⁴⁰ Nesse mesmo sentido, coloca-se Pontes de Miranda: “Se a cessão for pré-excluída em convenção entre o credor e o terceiro [a exemplo do que ocorre na cessão fiduciária atípica em sentido estrito], a eficácia de tal pré-exclusão é só pessoal, de modo que não se torna incessível o crédito. Mas a convenção entre o devedor e o credor, anterior, simultânea ou posterior ao contrato, estabelece incindibilidade, o que significa atribuir-se qualidade objetiva ao crédito.” (Acréscimo nosso) (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 280).

Restrições Quanto à Existência (Futura) do Objeto. Outro aspecto importante a ser considerado na análise dos requisitos objetivos do negócio jurídico de cessão fiduciária refere-se à própria existência, futura ou presente, do direito que lhe serve de objeto. É possível que, ao tempo da celebração da cessão fiduciária, o direito patrimonial a que ela se refere não tenha ainda surgido no mundo jurídico, não havendo, portanto, a possibilidade de ser transmitido a um terceiro. Essa circunstância faz com que surjam, por consequência, questionamentos pertinentes quanto à validade e à eficácia do negócio jurídico celebrado entre as partes, especialmente quando o objeto da cessão fiduciária é o Direito de Crédito de Dividendos, visto que este, conforme já se destacou (Subcapítulo 3.3), não existe enquanto tal até que haja a apuração e a deliberação-alocativa dos lucros sociais, sendo possível que, no momento em que as partes decidam negociá-lo, estejam fazendo apenas uma referência – determinada, mas ainda assim uma mera referência – a um bem ou direito futuro.

A cessão de direitos em geral, assim como a própria cessão fiduciária de direitos em garantia, seja ela típica ou atípica, pode contemplar como objeto direitos que apenas futuramente existirão. Tal possibilidade é aceita de forma pacífica por parte importante da doutrina brasileira e estrangeira, sendo comumente por ela referida como cessão de direitos ou de créditos futuros⁴¹. O simples fato de o direito ter existência futura não repercute em qualquer aspecto relativo à validade do negócio de cessão fiduciária que se pretende realizar, embora possa, evidentemente, ter reflexos em relação à eficácia em si do negócio.

José Carlos Moreira Alves já destacava o fato de que “*é possível celebrar contrato de alienação fiduciária em garantia de coisa futura, ou de que o alienante ainda não seja dono, casos em que a eficácia desse contrato dependerá da aquisição da propriedade da coisa por quem alienou fiduciariamente.*”⁴². Algo bastante similar se passa no campo da cessão de direitos: enquanto ele ainda não existir, as partes até podem celebrar, validamente, negócio jurídico que disponha sobre a sua transmissão, mas tal negócio ficará sem qualquer eficácia (no plano do direito das coisas) até que o direito passe a existir no patrimônio do

⁴¹ Nesse sentido, conferir: (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 355-356; (ii) LARENZ, Karl. *Derecho de Obligaciones*. Traducción de Jaime Santos Briz. Tomo I. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1956. p. 460; (iii) TUHR, Andreas Von. *Tratado de Las Obligaciones*. Traducción del alemán y concordado por W. Roces. Vol. I. Madrid: Reus, 1999. p. 302; (iv) ENNECERUS, Ludwig; KIPP, Theodor; e WOLFF, Martin. *Tratado de Derecho Civil: Derecho de Obligaciones*. Tomo I, Vol. II. Traducción de Blas Péres González y José Alguer. 2ª Edição. Barcelona: Bosch, 1954. p. 385; (v) HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 27-30; e (vi) BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato...*, *Plano da Validade*, Ob. Cit. pp. 154-155.

⁴² ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 102.

cedente, para daí ser, ato contínuo, transmitido ao cessionário. Sendo assim, uma vez cumpridas todas as formalidades inerentes ao negócio e restando apenas o surgimento do direito para que seja atribuído plena eficácia a este mesmo negócio, não há mais o que possa impedir a futura titularidade sobre o referido direito pelo cessionário. A titularidade aperfeiçoar-se-á imediatamente, sem necessidade de formalidade adicionais, no exato momento em que o direito passar a existir⁴³. O único risco que recai ao cessionário é justamente a incerteza quanto ao surgimento do direito durante todo o período entre a celebração do negócio e o instante em que o direito passa a existir, pois, caso o referido direito não tenha ainda surgido, e seja interesse do cedente não mais realizar o negócio, poderá este desfazê-lo, mediante o pagamento ao cessionário das respectivas perdas e danos.

A questão da eficácia do negócio jurídico de cessão fiduciária em garantia e dos seus efeitos diante da falência ou da recuperação judicial do cedente devedor é de interesse inegável para a cessão fiduciária dos direitos dos acionistas aos dividendos, sendo, por isso, objeto de estudo específico ao longo do Capítulo VII. Por ora, basta dizer que a eficácia da cessão fiduciária (e, portanto, a existência da garantia real dele decorrente) será sempre futura ou presente a depender, justamente, se futura ou presente for a própria existência do Direito de Crédito de Dividendo; por outro lado, se a cessão fiduciária tiver como objeto o Direito Expectativo aos Dividendos – ou seja, um direito cuja existência já se verifica desde a celebração do contrato de sociedade e que tem por efeito permitir a aquisição de um novo e futuro direito (de crédito) tão logo as condições necessárias para tanto sejam reunidas – a sua eficácia será, imediatamente, verificada, o que é fator de extraordinário interesse ao credor.

6.2.3. Determinabilidade

O último requisito objetivo para a validade e eficácia da cessão fiduciária de direitos em garantia refere-se à determinabilidade do objeto, ou seja, à precisa determinação do

⁴³ Embora tratando do negócio de alienação fiduciária de bens móveis corpóreos, as palavras de José Carlos Moreira Alves são, mais uma vez, bastante precisas e inteiramente aplicáveis às cessões fiduciárias de direitos em garantia: “O contrato de alienação fiduciária, nesses casos, e o seu regime são válidos, mas são ineficazes enquanto não ocorre, por parte do alienante, a aquisição da coisa alheia ou futura. A questão diz respeito à eficácia e não à validade, razão por que não há que se dizer que o contrato de alienação fiduciária é nulo por falta de objeto. O título (o contrato de alienação fiduciária) e o modo de aquisição (registro) da propriedade fiduciária (garantia real) existem e são válidos, mas a sua eficácia (constituição da garantia real que é a propriedade fiduciária) depende da posterior aquisição do domínio da coisa.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 103).

conteúdo do direito cedido.

No caso da cessão do Direito de Crédito de Dividendo, a determinabilidade precisa existir tanto em relação ao direito presente, quanto ao futuro. Se é verdade que a eventual inexistência do direito no momento da realização da sua cessão a um terceiro não é uma condição de validade do negócio, mas apenas de sua eficácia, é certo também que a imprecisa caracterização deste mesmo direito implicará na impossibilidade jurídica de sua transmissão automática ao cessionário – vale dizer: de forma independente de formalidades posteriores – quando do surgimento do direito cedido na esfera patrimonial do cedente⁴⁴.

O mesmo ocorre na hipótese de cessão do Direito Expectativo aos Dividendos, embora por motivos distintos. Aqui, já há direito existente apto a ser cedido, razão pela qual ele pode ser bem definido e determinado desde logo. No entanto, por permitir a aquisição de novos e futuros direitos pelo respectivo titular, é preciso que a sua caracterização seja estendida de forma a não se deixar qualquer dúvida em relação aos direitos futuros que ele poderá de fato adquirir. A determinação do Direito Expectativo aos Dividendos decorre também da necessidade de justificar o seu destaque em relação às ações das quais decorre, conforme visto no Subcapítulo 3.4. Se o destaque do direito inerente à ação não fosse revestido de determinabilidade, isso não apenas representaria um descumprimento do disposto no art. 28 da LSA, como também repercutiria na invalidade do negócio jurídico que lhe tivesse tomado por objeto.

Dessa forma, a determinação opera-se de maneira relativamente diferenciada para cada um dos direitos aqui tratados:

a.) *O Direito de Crédito de Dividendos Presente (Dividendos já declarados)*. O Direito de Crédito de Dividendos, se existente, tem seus elementos característicos determinados diretamente nas demonstrações financeiras e nas aprovações alocativas dos lucros sociais fixadas pela assembleia, a partir das quais serão definidos seus valores, particularidades em relação às espécies e classes de ações das quais decorrem, além dos prazos e formas de pagamento.

b.) *O Direito de Crédito de Dividendos Futuro (Dividendos não declarados - direitos expectados)*. O Direito de Crédito de Dividendos que ainda virá a existir no futuro precisa ter seus elementos característicos determinados pela vontade das partes, em virtude

⁴⁴ “A cessão dos créditos futuros apenas exige que se haja caracterizado o que se cede, isto é, que ao nascer o crédito, se saiba, ao certo, qual será o crédito cedido.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 355-356).

da expectativa futura que o acionista detém quanto à distribuição de dividendos. Porém, seus elementos característicos não diferem daqueles observados no item (a) acima: será preciso se especificar o valor total que os vários direitos de crédito futuros terão que ter para, quando somados, satisfazerem a pretensão do objeto cedido entre as partes. Dessa forma, embora não se saiba se em um mesmo exercício social será possível levantar todos os recursos que as partes pretenderam transacionar, saber-se-á o montante total que deverá ser atingido para que a cessão pretendida pelas partes se aperfeiçoe plenamente, ainda que tal pretensão apenas seja satisfeita após inúmeros e sucessivos exercícios financeiros da companhia. Ou, por outro lado, será preciso se especificar o período pelo qual o direito de crédito futuro é cedido. Nesse caso, embora não se saiba se, quando e quanto será distribuído ao acionista a título de dividendos em um determinado período, sabe-se que todos os recursos apurados naquele período futuro especificado serão do cessionário.

c.) O Direito de Expectativo aos Dividendos (Direitos presentes, referentes à aquisição dos futuros direitos de crédito). Já na hipótese do Direito Expectativo aos Dividendos, há uma situação de incerteza quanto ao lucro (ainda não formado e apurado), bem como quanto às deliberações dos acionistas em relação ao destino dos lucros sociais, o que torna impossível a sua determinação exata no momento da cessão, mas não o estabelecimento dos critérios que permitirão tal determinação tão logo nasça ao seu titular o Direito de Crédito de Dividendo (direito expectado futuro). Por essa razão, para a sua plena determinação, é fundamental que o Direito Expectativo ao Dividendo contemple um prazo ou um valor em relação ao qual ele será cedido, a exemplo do que ocorre na cessão do Direito de Crédito de Dividendo futuro. Dessa maneira, ainda que seja desconhecido se, quando, como e em que quantia a companhia distribuirá lucros na forma de dividendos, será possível determinar a extensão do Direito Expectativo aos Dividendos cedido a um terceiro e, portanto, a forma e o montante no qual esse terceiro se tornará, diretamente, titular dos Direitos de Crédito de Dividendos a serem formados. No caso de se optar pelo valor, saber-se-á o montante total que deverá ser atingido para que a cessão pretendida pelas partes se aperfeiçoe plenamente, ainda que tal pretensão seja satisfeita após inúmeros e sucessivos exercícios financeiros da companhia. Já no caso de se pretender determinar o direito a partir do prazo, será preciso se especificar o período pelo qual o direito de crédito futuro será cedido, a exemplo do que se fazia com os cupões de dividendos. Assim, mesmo que não se saiba se, quando e quanto será distribuído ao acionista a título de dividendos em um determinado período, sabe-se, a exemplo do que ocorre com a cessão de direitos de créditos

futuros, que os recursos apurados em referido período de tempo serão do cessionário. A diferença entre a cessão do Direito Expectativo aos Dividendos e o Direito de Crédito de Dividendos Futuro refere-se não tanto às especificações em si dos seus elementos característicos, mas ao momento em que a sua cessão ao cessionário se efetiva, conforme será discutido no Subcapítulo 7.2.

Em resumo, é possível listar agora os itens que são essenciais para a correta determinação dos direitos aos dividendos (de créditos – presentes ou futuros – ou expectativos de crédito), a fim de que se possa obter um negócio jurídico válido, embora não necessariamente eficaz:

Quadro 6.2.3 – Elementos de Determinação dos Direitos dos Acionistas aos Dividendos (de acordo com os perfis passíveis de cessão)

Determinação dos Direitos dos Acionistas aos Dividendos		
Direito de Crédito de Dividendo		Direito Expectativo aos Dividendos
Presente	Futuro	
Valor	Valor (caso não haja especificação do período pelo qual é cedido).	Valor (caso não haja especificação do período pelo qual é cedido).
Ação(ões) da(s) qual(is) decorre(m)	Ação(ões) da(s) qual(is) decorre(m)	Ação(ões) da(s) qual(is) decorre(m)
Prazo de Pagamento	N/A	N/A
Forma de Pagamento	N/A	N/A
N/A	Período pelo qual é cedido (caso não haja especificação do valor).	Período pelo qual é cedido (caso não haja especificação do valor).

6.3. Requisitos Formais

O terceiro e último requisito para a válida e eficaz realização do negócio jurídico de cessão fiduciária em garantia está diretamente relacionado à sua forma, ou seja, à instrumentalização e às demais solenidades que o contrato em si deve contemplar.

Como regra, a falta de cumprimento dos requisitos formais de um certo negócio jurídico repercute na sua invalidade (arts. 104, III, e 166, IV e V, do CCBra). No entanto, há formas e solenidades que podem ter impacto direto apenas no plano da eficácia ou, embora mais raramente, no plano da existência⁴⁵. Nas várias espécies de cessão fiduciária de direitos admitidas no ordenamento jurídico brasileiro, seja típica ou atípica, a forma requerida em lei tende a afetar a eficácia do negócio jurídico.

⁴⁵ BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato...*, Plano da Validade, Ob. Cit. p. 78.

O princípio da liberdade das formas (art. 107 do CCBra), apesar de poder ser afastado por regra legal imperativa, é aplicável aos negócios de cessão de créditos e direitos patrimoniais em geral, seja em um mera compra e venda, ou mesmo em uma transferência com fins de garantia. Sendo assim, é admissível a cessão de crédito oralmente concluída, devendo ser considerada válida e eficaz entre as partes, se não há regra geral que expressamente imponha formalidade própria⁴⁶. No entanto, se as partes pretendem atribuir eficácia real à cessão de crédito ou de direitos – isto é, torná-la oponível a terceiros, o que é elemento essencial no contexto da constituição de garantias reais – precisam formalizar o negócio por meio de instrumento escrito público ou privado (art. 288 do CCBra), devidamente registrado, seja em Cartório de Registro de Títulos e Documentos ou, quando o objeto da cessão for o Direito Expectativo aos Dividendos (art. 221 do CCBra e arts. 40 e 103 da LSA, cf. Subcapítulo 5.2), nos livros societários da companhia. Essa estrutura é coerente com a própria natureza dos contratos de disposição (entre os quais o negócio de cessão fiduciária aparece como espécie importante), que não podem ter eficácia – ou seja, promover a efetiva transferência de titularidade sobre um bem ou direito – sem que se verifique a ocorrência do modo de aquisição legalmente previsto, qual seja: o registro de documento escrito público ou particular. É exatamente esse o sentido que as diversas hipóteses de cessão fiduciária típicas previstas no Direito brasileiro estabelecem, conforme é possível depreender dos arts. 1.361, § 1º, a 1.368-A do CCBra, dos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997 e do art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/1965.

A formalidade do contrato de cessão fiduciária, para fins de eficácia do negócio jurídico, não se limita apenas aos seus aspectos extrínsecos (materialidade do contrato e registro), mas expande-se também aos seus elementos intrínsecos, pertinentes às cláusulas essenciais que devem compor a regulação da garantia firmada entre as partes. Nesse sentido, ao deixarem de contemplar as informações relativas à dívida garantia e ao objeto dado em garantia (arts. 1.362 e 1.424 do CCBra, art. 18 da Lei nº 9.514/1997 e art. 66-B, § 4º, da Lei nº 4.728/1965), o contrato, ainda que materializado em um instrumento público ou particular, e devidamente registrado, será ineficaz, deixando de ser a transferência da titularidade oponível a terceiros. O mesmo não ocorre, contudo, em relação à notificação do devedor do crédito ou do direito que se transmitiu, visto que o referido devedor não é, perante o negócio de cessão em si mesmo, um terceiro. Na realidade, a falta de notificação repercute no campo

⁴⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 350.

da eficácia meramente relativa, que determina a desoneração do respectivo devedor sempre que ele quita a obrigação pertinente junto ao credor primitivo desconhecendo, ou não devendo legitimamente conhecer, a transferência por ele realizada ao cessionário.

Ainda quanto à forma do contrato de cessão fiduciária de direitos em garantia, é salutar ressaltar que não é preciso a sua inclusão no mesmo instrumento que regulariza o Negócio Financeiro Garantido. Basta que exista um documento apartado, no qual o negócio de cessão fiduciária seja expressamente contemplado, em referência ao negócio principal que se pretende garantir⁴⁷.

Em sentido similar, não haverá qualquer problema quanto à forma do contrato de cessão fiduciária se ele vier a ser celebrado apenas antes ou depois ao Negócio Financeiro Garantido. Se for antes, o contrato deverá detalhar com precisão a dívida que pretende garantir, de maneira que, no momento em que esta passar a existir, o contrato possa então ser eficaz e não deixar qualquer dúvida quanto à dívida garantida em si. Se for posterior, a garantia real será considerada constituída apenas na data em que o contrato tiver sido celebrado, não retroagindo, em nenhuma hipótese, à data em que a dívida garantida foi de fato contratada.

⁴⁷ Compartilham essa mesma visão, no âmbito da alienação fiduciária e do penhor de ações, respectivamente, ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 139 e PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 132.

CAPÍTULO VII: CONTEÚDO, EFEITO, CESSÃO E EXTINÇÃO DA CESSÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA

Enquanto um negócio jurídico de disposição, por meio do qual se transfere, com finalidade de garantia, a titularidade fiduciária sobre direitos pessoais de caráter patrimonial, o contrato de cessão fiduciária, seja ele típico ou atípico, submete-se a uma disciplina jurídica própria em relação ao seu conteúdo, o que acaba por distanciá-lo dos negócios puramente obrigacionais, marcados pela mais ampla influência da autonomia da vontade dos contratantes.

Ao celebrarem uma cessão fiduciária de direitos em garantia, as partes precisarão observar o conteúdo mínimo exigido por lei ou decorrente da própria natureza do negócio, assim como deverão afastar quaisquer regramentos que possam ser proibidos pelo ordenamento jurídico, sob pena de, não fazendo, incorrer na celebração de um negócio jurídico ineficaz ou, por vezes, inválido. Evidente que essa estrita observância ao conteúdo da relação contratual não é absoluta e pode ser influenciada também pela livre vontade das partes, desde que, nesta última hipótese, a estrutura básica da garantia real seja preservada¹.

A correta formulação do conteúdo contratual, a partir da inserção de cláusulas obrigatórias e também facultativas, é importante não apenas para garantir a plena validade e eficácia do negócio jurídico de cessão fiduciária – e, conseqüentemente, o efetivo surgimento da garantia real consubstanciada na titularidade fiduciária sobre direitos –, como também para estruturar um vínculo obrigacional entre credores (cessionários fiduciários) e devedores (cedentes fiduciários), cuja função será estabelecer as condições necessárias tanto para o funcionamento de elementos instrumentais à garantia, quanto para a tutela equitativa dos interesses das partes envolvidas na relação. Por essa razão, é pertinente analisar os principais termos e condições observados em um contrato de cessão fiduciária em garantia, assim como os efeitos jurídicos deles decorrentes, especialmente quando tenham relação direta com a especificação do objeto do negócio.

7.1. Conteúdo da Cessão Fiduciária em Garantia

O conteúdo do contrato de cessão fiduciária é determinado tanto por cláusulas obrigatórias, quanto por regramentos meramente facultativos (ou estruturantes do negócio),

¹ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 145.

que acabam por definir as características da garantia real dele decorrente, bem como o arcabouço jurídico estabelecido para regê-la. Por vezes, observa-se também a existência de cláusulas cujo conteúdo é proibido, motivo pelo qual devem ser desconsideradas para a definição do regime aplicável ao contrato.

7.1.1. Cláusulas Obrigatórias

As cláusulas obrigatórias de todas as garantias de caráter real têm por pressuposto dois elementos essenciais: (i) a especificação precisa do bem ou direito atribuído em garantia (determinabilidade do objeto) e (ii) a definição detalhada das condições da dívida que se pretende garantir (qualificação do Negócio Financeiro Garantido).

No caso das cessões fiduciárias típicas, esses elementos decorrem de expressa previsão legal, conforme se observa no art. 18 da Lei nº 9.514/1997 (conjugado com o § 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965), para os negócios celebrados no âmbito dos mercados imobiliários, financeiros e de capitais, e no art. 1.362 do CCBra, para os negócios celebrados fora dos referidos mercados².

Já para as cessões fiduciárias atípicas, firmadas no contexto de negócios fiduciários em sentido técnico ou do tipo germânico, para os quais não existe uma regulação específica, é salutar concluir que deverão contemplar em seus respectivos instrumentos contratuais os mesmos elementos determinados nos dispositivos legais acima referidos. Não apenas porque estão sujeitas a uma interpretação por analogia, como também, e principalmente, em decorrência do propósito (finalidade) a que se destinam. Conforme bem destaca Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, *“a cessão de um crédito em garantia faz parte de um negócio pelo qual uma das partes, no seio de uma regulamentação contratual mais ampla, cede à outra um crédito pecuniário sobre um terceiro seu devedor, com vista a garantir uma obrigação principal, normalmente decorrente de um empréstimo pecuniário. (...) Se o cedente/garante cumprir a sua obrigação principal, nasce a obrigação de o cessionário/garantido lhe retransmitir o direito cedido; na eventualidade de o cedente não realizar a sua prestação dentro do prazo fixado, o cessionário poderá satisfazer-se da*

² Os mesmos elementos obrigatórios, com algumas poucas variações, são exigidos em outros contratos de garantias reais. Nesse sentido, vale conferir o próprio art. 1.362 do CCBra, que é aplicável também para os demais casos de alienação fiduciária de bens móveis corpóreos, assim como o art. 1.424 do CCBra, que disciplina a constituição dos direitos reais de garantia típicos: penhor (inclusive de créditos e direitos), hipoteca e anticrese.

quantia em dívida através do montante cobrado (se o crédito transferido já se tiver vencido e se o devedor cedido tiver pago), ou através do produto da alienação desse direito, se o crédito tiver uma data de vencimento posterior, em ambos os casos com extinção da obrigação garantida”³. Dessa visão apresentada pelo autor português, focada apenas na cessão fiduciária em sentido técnico⁴, percebe-se que é inerente à própria natureza desse negócio jurídico a expressa referência aos elementos previstos no Direito positivo. Vale dizer: é preciso que se defina, em todos os seus elementos, a dívida que se pretende garantir, a fim de que seja possível estabelecer não apenas o momento em que ela é adimplida, liberando a garantia, mas também o valor que ela atinge. A referência ao valor é fundamental para a determinação dos recursos financeiros – recebidos a partir do pagamento dos direitos de crédito cedidos em caráter fiduciário – que serão necessários para que o credor tenha o seu financiamento quitado, assim como para o cálculo do montante (remanescente) que deverá ser restituído ao devedor.

Pois bem, é com esse foco que o ordenamento jurídico brasileiro determina a inclusão dos seguintes elementos nos contratos de cessão fiduciária de direitos em garantia: (i) o valor total da dívida ou a sua estimativa (inciso I do art. 18 da Lei nº 9.514/1997); (ii) o local, a data e a forma de pagamento (inciso II do art. 18 da Lei nº 9.514/1997); (iii) a taxa de juros e os demais encargos financeiros aplicáveis à dívida garantida (inciso III do art. 18 da Lei nº 9.514/1997), e, por fim, (iv) a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária (inciso IV do art. 18 da Lei nº 9.514/1997).

Os três primeiros referem-se à especificação da dívida garantida em si mesma, tendo a função, conforme destaca José Carlos Moreira Alves, não apenas de dar conhecimento do estado de solvência do devedor aos terceiros que com ele venham a transacionar no futuro, mas também, e principalmente, de evitar um eventual conluio entre o credor e o devedor, em prejuízo dos demais credores deste último, cuja finalidade seja vincular ao objeto da garantia uma dívida maior do que aquela efetivamente garantida⁵. Não sem razão que os mais relevantes elementos caracterizadores da dívida garantida são justamente o seu montante principal e os encargos financeiros que sob ele incidem, ou, pelo

³ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 347-348.

⁴ É salutar lembrar que em Portugal, diferentemente do Brasil, não existem negócios jurídicos típicos de cessão fiduciária de direitos patrimoniais. Naquele país, reconhece-se a cessão fiduciária apenas enquanto um negócio jurídico fiduciário em sentido estrito, no qual o cedente deposita confiança no cessionário, acreditando que este irá cumprir com a obrigação de retransmitir o direito a ele cedido em garantia diante do adimplemento da dívida.

⁵ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 143.

menos, as suas respectivas estimativas. Quando a cessão fiduciária é celebrada no próprio instrumento do Negócio Financeiro Garantido, não é preciso, obviamente, existir uma cláusula expressa a listar os elementos relativos à descrição da dívida, pois estes já estarão, em cláusulas específicas, contemplados ao longo do documento. A descrição individualizada e específica apenas se faz necessária nos casos – não tão incomuns – de a cessão fiduciária de direitos em garantia vir a ser celebrada em instrumento contratual autônomo⁶.

O quarto e último requisito obrigatório refere-se à especificação do objeto (direito patrimonial) que serve de garantia à dívida. Novamente, essa especificação revela-se importante porque é a partir dela que será possível saber, precisamente, quais são, de um lado, os bens ou direitos do devedor que estão cedidos em caráter fiduciário ao credor e quais são aqueles que, de outro, permanecem à disposição no patrimônio geral do devedor. Essa informação é bastante relevante aos demais credores do devedor, pois será com base nela que aqueles poderão mensurar adequadamente os riscos da negociação.

No caso dos direitos vinculados aos dividendos distribuídos por uma certa companhia, a especificação precisa do objeto garantido ganha ainda mais importância. Afinal, a depender de como a descrição do objeto é realizada no contrato, as partes podem estar a se referir (i) a dividendos já deliberados e devidos pela companhia, mas que ainda não foram pagos (Direito de Crédito de Dividendos presentes), (ii) ao fluxo de dividendos futuro que será, eventualmente, distribuído (Direito de Crédito de Dividendos futuros), assim como (iii) à expectativa juridicamente tutelada do acionista de vir a se tornar titular de direitos de crédito de dividendos, tão logo as condições jurídicas e econômicas para tanto passem a existir (Direito Expectativo aos Dividendos). Sem dúvida, a escolha por um ou outro desses direitos, embora similares sob uma perspectiva meramente econômica, terão reflexos distintos relevantes no plano jurídico, a serem oportunamente analisados neste trabalho (cf. Subcapítulo 7.2 a seguir).

Por ora, cabe lembrar que, qualquer que seja o direito (Direito de Crédito de Dividendo presente, Direito de Crédito de Dividendo futuro ou Direito Expectativo aos Dividendos), será preciso determinar, no mínimo, o tempo ou valor efetivo total que eles somam em benefício do credor, bem como as ações de quais companhias eles se referem. Tal como visto no Subcapítulo 6.2, o Direito de Crédito de Dividendo presente (ou seja, já existente no patrimônio do devedor) tem o seu valor determinado na ata da própria assembleia geral que o aprovou. Dessa forma, exceto se negociado de forma diversa entre as

⁶ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 143.

partes, a sua cessão implicará a transferência, em benefício do credor, do montante total de recursos que ele representa. Por outro lado, no caso do Direito de Crédito de Dividendo futuro ou mesmo do Direito Expectativo aos Dividendos, é preciso que as partes determinem o montante máximo que o credor poderá vir a receber a título de dividendos, caso a dívida garantida venha a ser descumprida, ou o período máximo em que os dividendos eventualmente pagos pela companhia deverão ser destinados à finalidade da garantia. Em regra, essa determinação estará vinculada ao próprio valor da dívida, acrescida dos respectivos encargos financeiros, sendo certo, porém, que nada impede a atribuição de outro valor de referência a determinar o direito do credor sobre o fluxo futuro de dividendos ou sobre o direito expectativo à aquisição deste fluxo. Não existindo esse valor de referência, o direito cedido em caráter fiduciário deixa de apresentar um componente importante de sua especificação⁷, passando a estar em desacordo com o disposto no art. 18, IV, da Lei nº 9.514/1997 ou no art. 1.361, IV, do CCBr.

Quaisquer que sejam os elementos obrigatórios descumpridos, estes determinarão a imediata ineficácia do contrato de cessão fiduciária, o que significa dizer a inexistência da titularidade fiduciária sobre os direitos e bens que se pretendeu transferir. É nesse sentido que se posiciona de forma praticamente unânime a doutrina brasileira⁸. Ao deixar de contemplar seus elementos obrigatórios, os contratos de cessão fiduciária em garantia, assim como os contratos relativos a outras garantias reais, seriam meras convenções entre as partes, sem qualquer eficácia perante terceiros. Por essa razão, mesmo que o contrato de cessão fiduciária de direitos do acionista ao dividendo (de crédito, presente ou futuro, ou expectativo) seja registrado, não haverá que se reconhecer a ele qualquer eficácia de caráter real, se nele estiver faltando algum de seus elementos essenciais.

Por fim, cabe destacar que se a cessão fiduciária de direitos em garantia for

⁷ Nesse caso, o próprio Direito Expectativo aos Dividendos deixa de conter aspecto determinante da legitimidade de seu destaque em relação à ação da qual se origina, em desacordo com o disposto no art. 28 da LSA.

⁸ “Se algum dos elementos exigidos pelas alíneas do § 1º do citado art. 66 não constar do instrumento do contrato de alienação fiduciária em garantia, é este – como se verifica, em virtude do art. 761 do Código Civil [atual art. 1.424], quanto aos contratos de penhor, anticrese e hipoteca – ineficaz perante terceiros, o que vale dizer que não é apto a servir de título de constituição da propriedade fiduciária. Assim, ainda que, por inadvertência do Oficial do Registro, venha a ser registrado, não nasce daí a garantia real representada pela propriedade fiduciária.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 144-145). Seguindo a mesma linha, vale conferir ainda: (i) CARVALHO SANTOS, José Maria de. *Código Civil Brasileiro Interpretado – Direito das Coisas*. Vol. X. 9ª Edição. São Paulo: Freitas Bastos, 1958. p. 55; (ii) ROMITTI, Mário Müller; e DANTAS JÚNIOR, Aldemiro Rezende. *Comentários ao Código Civil Brasileiro*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 109; e (iii) PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 135-136.

celebrada sob a forma de um negócio jurídico fiduciário do tipo germânico, tendo por base, consequentemente, condição resolutiva da titularidade fiduciária, conforme permite o art. 1.359 do CCBra, é evidente que a própria cláusula resolutiva será elemento obrigatório no instrumento contratual, sob pena de, não existindo, configurar o negócio uma cessão fiduciária de direitos em sentido técnico, na qual o credor tem apenas uma obrigação de restituição dos direitos cedidos diante do adimplemento da dívida pelo devedor. Por essa razão, é determinante que a resolubilidade *ipso iure* da titularidade sobre o direito cedido seja descrita de forma clara e diretamente atrelada às condições da dívida que se visa garantir.

7.1.2. Cláusulas Facultativas ou Estruturantes do Negócio

Não basta que o devedor (cedente fiduciante) transfira fiduciariamente ao credor (cessionário fiduciário) os seus direitos patrimoniais, a fim de constituir uma garantia real válida e eficaz. É imperativo que o contrato de cessão fiduciária apresente também uma série de regramentos que determinem o funcionamento adequado da garantia e tornem possível a sua preservação até o pleno pagamento da dívida. Por essa razão, é bastante comum que as partes especifiquem vínculos obrigacionais paralelos à garantia real em si mesma, com a finalidade de estabelecer o completo arcabouço jurídico apto a regular o seu funcionamento.

Sem querer esgotar a matéria, que, em razão da ampla autonomia da vontade das partes, pode variar de maneira bastante acentuada em cada um dos possíveis cenários, revela-se pertinente analisar as cláusulas contratuais mais comuns observadas nos contratos de cessão fiduciária de direitos patrimoniais, as quais, em razão da sua funcionalidade, podem ser também aplicáveis aos contratos de cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos (nos dois perfis em que este é passível de cessão).

7.1.2.1. *Trava Bancária*

Uma das questões mais relevantes ao se tratar de cessão fiduciária de direitos de créditos ou de outros direitos patrimoniais em geral diz respeito ao tratamento dispensado aos recursos recebidos – a partir da cobrança e do pagamento dos direitos econômicos fiduciariamente cedidos – (i) antes que a integralidade da dívida garantida esteja vencida e (ii) sem que tenha sido verificado qualquer inadimplemento financeiro do cedente fiduciante (devedor) em relação às parcelas já vencidas da referida dívida. Seria possível aos credores

fiduciários receber os valores pecuniários resultantes dos direitos que lhes foram cedidos, retendo-os e aplicando-os na amortização de suas dívidas, se ainda não existe um inadimplemento ou vencimento financeiro que justifique tais medidas?

Em nosso entender, a resposta a essa pergunta é negativa, sendo sempre recomendável, portanto, estabelecer um mecanismo de gestão dos recursos recebidos ao longo da vigência do contrato, para que haja uma efetiva proteção dos interesses do credor, sem afetar, contudo, a capacidade de gestão financeira do devedor. Existem bons motivos que permitem concluir nesse sentido.

É preciso ressaltar que a transferência fiduciária de direitos patrimoniais ocorre, fundamentalmente, com o propósito de garantia. Esse propósito de garantia decorre tanto de expressa determinação legal, tal como se verifica no caso dos negócios jurídicos de cessão fiduciária que foram tipificados em nosso ordenamento jurídico, como também pela vontade das partes, a exemplo do que ocorre nas hipóteses dos negócios fiduciários em sentido técnico ou do tipo germânico. No entanto, seja qual for a origem da garantia, é certo que os direitos cedidos fiduciariamente apenas poderão ser utilizados pelo credor fiduciário caso o uso da sua garantia se justifique. Vale dizer: (i) caso o cedente fiduciante se torne inadimplente no âmbito do Negócio Financeiro Garantido, fazendo com que passe a existir, por consequência, causa jurídica para que o credor fiduciário possa utilizar os recursos recebidos a partir dos direitos cedidos com a finalidade de satisfazer o pagamento integral do seu crédito; ou (ii) caso o vencimento, total ou parcial do Negócio Financeiro Garantido, ocorra na mesma data em que os direitos de crédito cedidos são cobrados e recebidos pelo credor, hipótese em que, com base nos arts. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997⁹, 1.455, *caput* e

⁹ Esse dispositivo legal, aplicável também às cessões fiduciárias do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965, determina que as importâncias recebidas mediante o pagamento dos direitos creditórios cedidos, *“depois de deduzias as despesas de cobrança e de administração, serão creditas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia”*. Ao assim estabelecer, não parece que o intuito da lei seja permitir que os valores recebidos antes do vencimento ou do inadimplemento da dívida garantida possam ser automaticamente retidos pelo credor, com fins de quitar a dívida no momento em que ela se tornar exigível. Afinal, a cessão do crédito realizada serve como meio de garantia, e não como forma de pagamento (exceto, é claro, quando esta outra finalidade é expressamente permitida por lei ou acordada entre as partes). A possibilidade de autoliquidação da dívida, a partir da cobrança e arrecadação dos valores cedidos fiduciariamente, apenas se justifica quando existe dívida vencida na mesma data ou dívida inadimplida em data anterior, hipóteses em que se permite ao credor, portanto, mediante a cobrança e o recebimento do crédito fiduciariamente cedido, ficar para si com a quantia necessária, restituindo ao devedor o eventual excedente (ou responsabilizando-se por tal excedente, enquanto permanecer como seu depositário). Não existindo vencimento ou inadimplemento da dívida garantida, e não sendo prevista a estrutura de cláusula de trava bancária a ser aqui descrita, o credor deverá entregar ao devedor os recursos financeiros recebidos antecipadamente, confiando que os recursos a serem ainda cobrados serão suficientes para fazer frente à dívida garantida, ou exigindo que a garantia seja reforçada. Essa interpretação é a que parece melhor atender os fins de tutela dos interesses de credores e devedores, conforme promovidos pelo atual Direito civil brasileiro.

parágrafo único, do CCBra¹⁰, e 66-B, § 4º, da Lei nº 4.728/1965¹¹, o credor fiduciário poderá empregar os recursos recebidos para promover a autoliquidação (ou seja, o pagamento) da parcela vencida que lhe é devida, restituindo ao devedor os eventuais excedentes. Até que um dessas situações ocorra, não é possível que o credor fiduciário utilize diretamente os recursos recebidos ao longo da vigência do contrato, sem que se dê ao devedor a prerrogativa de escolher o que será feito com tais recursos.

É certo, portanto, que não existindo vencimento ou inadimplemento da dívida, e havendo interesse do credor em manter o controle sobre os créditos cedidos já recebidos, de forma a se garantir o mínimo de conforto quanto ao risco geral de inadimplência da operação, será preciso estabelecer algum tipo de mecanismo de gestão de fluxos financeiros.

É neste momento que a chamada cláusula de trava de domicílio bancário (ou simplesmente, trava bancária) apresenta-se como um instrumento contratual relevante. A trava bancária pode assumir diferentes formas, a depender da operação específica que a adote, mas apresenta como característica geral o fato de que todos os recursos arrecadados a partir dos pagamentos relativos aos direitos patrimoniais cedidos em caráter fiduciário deverão, necessariamente, ser depositados em uma conta bancária de titularidade do cedente fiduciante, mas de movimentação restrita (comumente referida como conta vinculada). Os recursos ali depositados passam a ser geridos, portanto, com base no que as partes estabelecerem, em caráter obrigacional, nos termos do contrato de cessão fiduciária.

A estrutura mais simples de trava bancária é a que prevê a liberação, em favor do cedente fiduciante, dos recursos que forem sendo pagos ao longo da vigência da garantia, desde que não exista qualquer inadimplemento no âmbito do Negócio Financeiro Garantido.

¹⁰ A lógica descrita na Nota de Rodapé nº 9 deste Capítulo VII fica ainda mais evidente no art. 1.455, *caput* e parágrafo único, do CCBra, que embora seja aplicável ao penhor de direitos de crédito, pode ser estendido também à cessão fiduciária atípica, além de servir como norma de interpretação supletiva às cessões fiduciárias típicas. Nele, ficam bastante aparentes duas determinações. A primeira (prevista no *caput*) é que se o crédito cobrado consistir em prestação pecuniária, a importância recebida deverá ficar depositada, de acordo com o que fora determinado pelo juiz ou nos termos em que tal depósito tiver sido acordado com o devedor. Dessa forma, assumindo que não exista ordem judicial de qualquer natureza e que as partes não tenham convencionado cláusula de trava bancária apta a instrumentalizar a garantia, os recursos recebidos deverão ser liberados em favor do devedor. A segunda determinação decorre do disposto no parágrafo único do mesmo artigo, ao prever o direito de retenção do credor em relação aos recursos recebidos a partir da cobrança dos direitos de crédito cedidos. Neste caso, é importante observar que o credor apenas pode reter, “*da quantia recebida, o que lhe é devido, restituindo o restante ao devedor.*” Daí se concluir que a retenção não é para fins de futuro eventual inadimplemento, mas sim para o pagamento do que é devido (ou inadimplido) no momento presente, de forma que se não forem verificadas essas hipóteses, os recursos recebidos deverão ser entregues ao devedor, restando ao credor, novamente, confiar nos créditos remanescentes (ainda não pagos) ou exigir o reforço da garantia.

¹¹ Em relação a este dispositivo legal, aplica-se o que já foi afirmado nas Notas de Rodapé nº 9 e 10 deste Capítulo VII.

No entanto, é possível que se estabeleçam outras condições para a liberação dos recursos já recebidos, tais como, a título meramente exemplificativo: (i) a constituição de um saldo reserva mínimo, que deverá ser mantido até o final da dívida garantida, permitindo-se a liberação ao cedente fiduciante apenas do que exceder o limite deste saldo; ou (ii) o cedente fiduciante ter que apresentar índices financeiros e de gestão relativos ao projeto financiado, de forma a demonstrar a sua viabilidade financeira ao credor. Mais importante do que os critérios em si especificados para a liberação dos recursos já pagos, é prevê-los de forma detalhada no contrato, para que, diante da adimplência ou do não vencimento da dívida, seja possível criar uma forma – aceitável ao credor – de liberação das receitas auferidas com o pagamento dos direitos cedidos fiduciariamente. Ao não se prever esse mecanismo de trava bancária, que tem na conta vinculada de movimentação restrita o seu ponto central, tem-se uma estrutura de menor controle sobre o fluxo dos recursos que já foram recebidos, visto que, em princípio, os recursos pagos ao longo da vigência da garantia, apesar de cobrados pelo credor, deverão ser direcionados ao cedente fiduciante. O credor apenas passaria a retê-los se um inadimplemento ou vencimento regular da dívida fosse verificado; ou, então, se a estrutura de trava bancária, mediante o uso da conta vinculada, fosse estabelecida para viabilizar o depósito e limitar o acesso do cedente fiduciante aos recursos financeiros já pagos.

Ao se aplicar essa mesma estrutura de trava bancária para uma cessão fiduciária de direitos sobre dividendos, percebe-se, de imediato, a sua utilização e relevância prática. Conforme já visto, quando os direitos aos dividendos de crédito ou expectativos são cedidos em caráter fiduciário, o que se busca é vincular um fluxo de recursos financeiros em benefício do cessionário fiduciário (credor), permitindo que ele tenha prioridade sobre tais recursos, comparativamente a outros credores do cedente fiduciante (devedor), em caso de inadimplemento da sua dívida. Não existe a intenção de utilizar esses recursos como meio de pagamento do financiamento garantido (apesar desta finalidade também ser possível), mas sim de lhe atribuir uma garantia jurídica e economicamente segura. Dessa maneira, ao se estabelecer uma cessão fiduciária sobre os direitos aos dividendos, com a inserção de uma cláusula de trava bancária, referidos direitos passarão a garantir o pagamento integral da dívida relativa ao Negócio Financeiro Garantido, sendo certo, ainda, que a garantia em si mesma será operacionalizada de acordo com os seguintes procedimentos¹²:

¹² Os procedimentos adiante descritos foram concebidos tendo por base uma estrutura de trava bancária simples e padrão no mercado de financiamentos, razão pela qual podem estar sujeitos a variações significativas a depender da vontade das partes em cada contexto negocial específico. No entanto, mais importante do que

a.) Estágio 1: Formalização da cessão fiduciária do direito aos dividendos¹³. O primeiro estágio da cessão fiduciária dos direitos aos dividendos se dá com a celebração do contrato, o seu registro em Cartório de Registro de Títulos e Documentos (ou nos livros societários, conforme o caso) e a notificação à companhia, para que ela passe a efetuar os pagamentos relativos aos dividendos na forma acordada entre credor e devedor. Evidentemente, para a determinação da proporcionalidade entre o nível de garantia exigido, de um lado, e as características da dívida, de outro, as partes que desejarem usar o direito aos dividendos como garantia deverão considerar o histórico de pagamentos de dividendos já realizados pela companhia, as atuais políticas de distribuição de dividendos por ela adotadas, bem como o número de ações cujos direitos patrimoniais aos dividendos deverão ser cedidos, para que se obtenha, ao final, um fluxo de receitas condizente com o tamanho e os prazos da dívida.

b.) Estágio 2: Carteira de ativos do credor. Os direitos aos dividendos cedidos fiduciariamente passam a compor o patrimônio do credor, sendo por ele cobrados e exercidos diretamente, nos termos da lei e conforme fixado no contrato.

c.) Estágio 3: Não distribuição dos lucros sociais ou não pagamento do direito aos dividendos distribuídos. Não ocorrendo a distribuição de lucros sociais no fluxo esperado pelo credor ou, ainda que exista a distribuição, a companhia se torne inadimplente em relação ao pagamento dos dividendos, o credor poderá chamar o cedente fiduciante para substituir ou reforçar a garantia (art. 1.425, I, do CCBra). No entanto, esse reforço de garantia precisa ser visto com cuidado ao se analisar a cessão fiduciária de direitos do acionista aos dividendos. Isso porque, diferentemente de outros direitos de crédito ou patrimoniais em geral que podem ser cedidos em garantia (decorrentes de vínculos contratuais específicos e com prazo determinado), o direito aos dividendos refere-se a um fluxo financeiro tendencialmente perpétuo – atrelado à própria perpetuidade das companhias modernas –, em relação ao qual o credor fiduciário assume parcialmente o risco de vir a não recebê-lo dentro dos parâmetros e cronogramas esperados. Dessa forma, a falta de pagamento de dividendos no tempo ou no montante aguardado pelo credor não pode ser, por si só, justificativa para o reforço da garantia, pois é possível que em exercícios financeiros seguintes a companhia

analisar todas as possíveis formas que a cláusula de trava bancária pode assumir, é evidenciar as diferenças que existirão em relação ao contrato de cessão fiduciária que adote tal mecanismo e aquele que não o adote.

¹³ Neste ponto, o exato perfil sob o qual ocorre a cessão do direito aos dividendos não é relevante, podendo ele assumir, portanto, qualquer dos perfis vistos anteriormente neste trabalho: (i) direito de crédito – presente ou futuro –, ou (ii) direito expectativo. O foco aqui é apenas ilustrar os procedimentos a serem observados para o funcionamento operacional da garantia real que os adota como objeto.

venha a distribuir dividendos em níveis mais satisfatórios ao credor, permitindo, assim, a satisfação da dívida inadimplida. O reforço da garantia, com base no art. 1.425, I, do CCBra, apenas parece se justificar quando, por exemplo, dentro do prazo fixado para a cessão dos dividendos, (i) a quantia até então arrecadada se revelar insuficiente para o pagamento da dívida ou (ii) a companhia devedora dos dividendos cedidos fiduciariamente entrar em processo de liquidação antes da quitação da dívida garantida. Havendo hipótese legítima de reforço, no qual o direito aos dividendos tenha perdido seu valor estimado, o credor poderá demandar a constituição de uma nova e distinta garantia real (p. ex. hipoteca, penhor de ações, etc.), em substituição à anterior, ou o simples aumento do número de ações cujos direitos econômicos relativos aos dividendos serão inseridos no contexto do contrato de cessão fiduciária, em reforço à garantia já existente.

d.) Estágio 4: Direito aos dividendos são pagos e direcionados para a conta vinculada prevista na cláusula de trava bancária. De acordo com os termos da notificação recebida, a companhia devedora dos dividendos deverá pagá-los na conta vinculada de titularidade do cedente fiduciante, mas movimentada segundo as orientações do credor fiduciário. Normalmente, essa conta é mantida junto ao próprio credor, que não raramente é instituição financeira. No entanto, nas hipóteses em que a cessão fiduciária não envolva um credor qualificado como instituição financeira, será preciso que a conta vinculada seja aberta em banco que aceite figurar no contrato na condição de “banco depositário”, ou seja, como o agente responsável por abrir a referida conta e cuidar para que ela seja movimentada conforme especificado pelas partes. As regras relativas à movimentação da conta vinculada podem variar significativamente em cada caso. No entanto, é comum se prever que nela deverá ficar retido um percentual mínimo dos valores depositados, até que a dívida referente ao Negócio Financeiro Garantido seja integralmente paga. O saldo que compõem a conta reserva deixa de ser direito aos dividendos (de crédito ou expectativo) e passa a ser exclusivamente dinheiro depositado em conta bancária. Esse dinheiro, embora tenha origem nos direitos cedidos fiduciariamente, não é mais “direito aos dividendos” (em quaisquer de seus possíveis perfis), mas apenas recursos financeiros, que deixaram de compor a garantia na medida em que foram sendo pagos, e não foram sendo concomitantemente utilizados para suprir um eventual inadimplemento ou vencimento existente em relação à dívida garantida. Dessa forma, ao manter depositado na conta vinculada um percentual (ou mesmo todo o montante) dos dividendos já pagos, sem que exista inadimplemento ou vencimento que justifique o seu uso, tais recursos servirão como garantia adicional ao financiamento,

podendo ser sacados no futuro, através de notificação a ser enviada pelo credor para o banco depositário. No entanto, o saldo financeiro existente na conta vinculada não será uma garantia real, com privilégio sobre outros credores, se o cessionário fiduciário não constituir sobre a referida conta e os recursos nela depositados uma nova e distinta garantia real (p. ex.: penhor ou cessão fiduciária de conta bancária), que passará a compor o pacote de garantias da operação, estruturalmente à cessão fiduciária dos direitos aos dividendos. Afinal, o bem da garantia deixou de ser direitos de créditos para se tornar efetivo crédito (dinheiro), depositado em uma conta bancária específica.

e.) Estágio 5: Verificação do adimplemento ou do vencimento regular da dívida garantida. Quando recebido o pagamento dos dividendos e satisfeito o saldo reserva (acaso existente) da conta vinculada, deverá ser observado então se existe ou não, no âmbito do Negócio Financeiro Garantido, inadimplemento ou vencimento regular da dívida. Se não houver, os recursos recebidos em decorrência dos direitos cedidos deverão ser direcionados ao cedente fiduciante, o qual poderá deles utilizar como melhor lhe aprouver, observadas as regras específicas de movimentação da conta vinculada previstas no contrato. Por outro lado, se existir inadimplemento ou o vencimento antecipado da dívida, todos os dividendos que vierem a ser pagos no futuro ou mesmo os recursos referentes ao saldo reserva poderão ser imediatamente acessados e utilizados pelo credor para o pagamento progressivo e integral da dívida inadimplida, conforme determinam os arts. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997, 1.455, *caput* e parágrafo único, do CCBra, e 66-B, § 4º, da Lei nº 4.728/1965.

A estrutura de gestão dos recursos resultantes dos direitos aos dividendos cedidos fiduciariamente nos termos da trava bancária é complexa porque tem por finalidade constituir, sob uma perspectiva obrigacional (p. ex.: critérios para a movimentação da conta vinculada e para a constituição de saldo reserva), conjugada com elementos do direito das coisas (garantia real sobre a conta vinculada e os recursos nela depositados), maior efetividade à cessão fiduciária. Essa estrutura não é obrigatória, apesar de serem raras as operações de financiamentos que atualmente não a adotem. Sem ela, a garantia se torna operacionalmente mais simples, porém menos protetiva aos interesses do credor. Afinal, não existindo inadimplemento ou vencimento regular da dívida, todas as receitas auferidas a partir dos dividendos distribuídos serão direcionadas ao devedor, sem passar pelo controle ou administração do credor. Este apenas poderá pleitear para si o pagamento de tais recursos se e quando existir inadimplemento ou vencimento regular da dívida principal.

O Fluxograma 7.1.2.1 apresenta a trava bancária, conforme acima descrita.

Fluxograma 7.1.2.1 – Esquematização da Estrutura de Trava Bancária¹⁴

¹⁴ Adaptado a partir de: SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 135.

A tipificação da cessão fiduciária no nosso sistema jurídico foi realizada não apenas para eliminar os riscos inerentes ao negócio fiduciário em sentido técnico (no qual o instituto tem sua origem), mas também para determinar, por força de lei, que sua estrutura básica reveste-se, fundamentalmente, de finalidade de garantia e, acessoriamente, como meio de pagamento, se houver, neste último caso, coincidência entre a data de vencimento regular da dívida garantida e o recebimento dos recursos financeiros decorrentes dos direitos de crédito fiduciariamente cedidos¹⁵. Dessa forma, sendo a cessão fiduciária de direitos realizada para atribuir titularidade (resolúvel) ao credor fiduciário sobre certos créditos e direitos do devedor fiduciante – mas de forma a possibilitar que o devedor fiduciante possa continuar a usar os referidos créditos em suas atividades, pelo menos enquanto não existir uma situação que justifique a excussão da garantia em si –, as únicas alternativas possíveis são: (i) determinar a imediata liberação do crédito já pago ao cedente fiduciante, sempre que inexistir evento de inadimplemento ou vencimento regular da dívida que possa justificar a sua retenção pelo credor fiduciário; ou (ii) manter os valores já recebidos em conta bancária de movimentação restrita, a fim de que tais valores fiquem reservados até a satisfação da dívida e sirvam, portanto, durante todo esse período, como garantia adicional ao credor (cessionário fiduciário), a despeito de a canalização dos recursos para tal conta, se feita de forma muito rigorosa, poder determinar a impossibilidade da adequada continuidade dos negócios empreendidos pelo cedente fiduciante.

Seja qual for a alternativa escolhida, fato é que a determinação de que os valores cedidos fiduciariamente sejam usados para a quitação da dívida em si, antes que ela esteja inadimplida ou vencida, impedindo, portanto, que o devedor possa usá-los para a gestão essencial de suas atividades, revela-se uma desfiguração da cessão fiduciária em si mesma. A amortização antecipada da dívida, ou seja, a retenção dos recursos recebidos e a imediata

¹⁵ É nesse sentido que se manifesta, por exemplo, Bruno Torres Silva, ao afirmar que: “Na prática, a devolução [da titularidade plena sobre os créditos, uma vez quitada a dívida] normalmente não resultará na restituição dos direitos creditórios originalmente cedidos, mas sim do valor que sobejar, após o abatimento da dívida, do produto apurado com a cobrança desses direitos, pelo cessionário fiduciário, durante o curso do contrato de cessão fiduciária, pois comumente o valor recebido já é utilizado para a amortização da dívida e a cessão fiduciária é contratada justamente para este fim. Isso decorre da regra do § 1º, do art. 19, da Lei nº 9.514/97, a que se submete também a cessão fiduciária disciplinada na Lei nº 4.728/65, em decorrência das razões já expostas no início do presente tópico.” (SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 108). As razões a que se refere este autor decorrem do fato de o § 4º do Art. 66-B da Lei Federal nº 4.728/1965 determinar que se aplique à cessão fiduciária de direitos realizada no âmbito do mercado financeiro e de capitais o disposto nos Arts. 18 a 20 da Lei Federal nº 9.514/1997, sendo que o § 1º do Art. 19 da referida lei determinada que “as importâncias recebidas na forma do inciso IV [cessão fiduciária de créditos] deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia.”.

aplicação na satisfação do saldo em aberto da dívida, antes mesmo que ela esteja vencida, até pode ser uma finalidade acessória e instrumental à garantia real, se assim for acordada entre as partes, mas não se configura como um direito do credor fiduciário, exercível independentemente do disposto no contrato de cessão fiduciária.

7.1.2.2. *Indivisibilidade e Transmissibilidade da Garantia*

Outra cláusula relevante no contexto da cessão fiduciária de direitos é a que determina o afastamento dos princípios concernentes às garantias reais¹⁶.

Nos termos do art. 1.421 do CCBra, a garantia real é indivisível em relação à dívida, o que significa afirmar que, salvo nos casos em que há expressa convenção em contrário pelas partes, o pagamento de uma parcela da referida dívida não implica a liberação de um percentual proporcional da garantia. Dessa forma, embora a regra geral determine a indivisibilidade, está no âmbito da vontade das partes disciplinar a liberação gradual da garantia na medida em que a exposição do credor ao risco de inadimplência da dívida seja reduzida. No caso de uma cessão fiduciária de direitos do acionista aos dividendos, essa redução gradual poderia se dar tanto em relação ao número total de ações cujos direitos patrimoniais são cedidos fiduciariamente em garantia, quanto ao percentual dos direitos patrimoniais relativos a tais ações.

Em princípio, a garantia real, por ser acessória à dívida principal, segue as alterações pertinentes a esta. Dessa forma, diante da transferência da dívida garantida a um novo credor, os direitos aos dividendos cedidos fiduciariamente serão também a ele transmitidos, caso o devedor fiduciante não tenha requisitado a aposição de uma cláusula de intransmissibilidade da titularidade fiduciária. Neste último caso, a exclusão da sua transmissibilidade determinará a extinção da garantia real sobre os direitos aos dividendos, fazendo com que o devedor fiduciante retome, novamente, a plena titularidade sobre referidos direitos.

7.1.2.3. *Regramento sobre o Direito de Voto na Companhia Devedora*

As partes de um contrato de cessão fiduciária de direitos aos dividendos (ao menos em um de seus possíveis perfis) podem, ainda, estabelecer regramentos quanto à forma como

¹⁶ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 145.

o cedente fiduciante – caso este seja também acionista da companhia devedora dos dividendos – irá votar nas assembleias gerais cujas deliberações tenham reflexos diretos na política de distribuição dos lucros sociais.

Devido à importância que apresenta no contexto da garantia, este tema será aprofundado na Subcapítulo 9.2.2 deste trabalho. No entanto, vale antecipar que, a partir de uma interpretação por analogia do art. 113 da LSA, é possível às partes de uma cessão fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos convencionarem regras quanto ao exercício do direito de voto. Isso porque o Direito Expectativo aos Dividendos, enquanto um direito inerente à participação social, diz respeito à relação societária entre o acionista e a sociedade, podendo se valer, portanto, para o seu pleno exercício, dos demais direitos societários que com ele se relacionem. Por outro lado, ao se convencionar uma cessão fiduciária do Direito de Crédito de Dividendos, presente ou futuro, não há mais que se falar em disciplina quanto ao voto, pois tal direito de crédito encontra-se fora da relação societária. Trata-se, neste último caso, de um direito decorrente de uma relação de crédito, na qual o acionista é credor e a companhia é devedora.

7.1.2.4. Notificações e Registros

O registro e as notificações são elementos obrigatórios no contrato de cessão fiduciária de direitos, pois é a partir deles que se obtém a eficácia dispositiva do negócio jurídico em relação a terceiros e ao próprio devedor do direito cedido.

No caso da cessão fiduciária de direitos aos dividendos, a companhia deverá realizar o registro do respectivo contrato nos livros sociais (no caso do Direito Expectativo aos Dividendos), bem como precisará ser notificada a respeito da cessão e da forma como deverá realizar o pagamento dos dividendos eventualmente distribuídos a partir daquele momento. Por essa razão, é importante que ela venha a compor a relação contratual, na condição de interveniente anuente, não apenas para reconhecer o seu dever de proceder aos registros societários aplicáveis, como também, e principalmente, para confirmar a sua ciência quanto à cessão realizada. No entanto, nos casos em que a presença da companhia no âmbito do contrato não seja possível, ou que o registro do contrato tenha que ser feito perante o Cartório de Registro de Títulos e Documentos (no caso do Direito de Crédito de Dividendos, presentes ou futuros), revela-se comum que as partes imponham uma obrigação ao cedente fiduciante (devedor) de realizar tanto o registro do contrato, quanto a notificação do devedor

do crédito, sob pena de o contrato relativo ao Negócio Financeiro Garantido não se tornar eficaz ou, se já for eficaz, de as obrigações financeiras dele decorrentes serem declaradas vencidas antecipadamente.

7.1.3. Cláusulas Proibidas

Não existe uma lista taxativa de cláusulas proibidas para uma cessão fiduciária de direitos. Em regra, qualquer cláusula pode contemplar aspectos que tornem o negócio jurídico inválido ou ineficaz. Seja como for, é pacífico o entendimento de que a cláusula que permite o credor ficar com o bem em definitivo diante do inadimplemento da dívida – o chamado *pacto comissório* – é proibida em toda e qualquer garantia real¹⁷. As razões para esse entendimento decorrem da possibilidade de que, ao tempo da excussão da garantia, o bem ou o direito podem valer mais do que o valor da dívida, de forma que, se ficasse o credor com a propriedade deste bem ou direito que lhe fora dado em garantia, teria ele uma vantagem indevida não apenas sobre o próprio devedor fiduciante, como também sobre os demais credores do devedor fiduciante.

No entanto, ao se tratar de uma cessão fiduciária de direitos de crédito ou de outros direitos patrimoniais cujo resultado final seja o recebimento de valores em espécie (dinheiro), a discussão em torno da proibição do pacto comissório fica não apenas sem fundamento, como entra em confronto com o próprio procedimento de excussão da garantia.

Esse tema será discutido em maiores detalhes no Subcapítulo 10.2.1.

7.2. Efeitos da Cessão Fiduciária em Garantia: o confronto entre as Teorias da Transmissão e da Imediação em relação ao momento da aquisição da titularidade fiduciária

A titularidade fiduciária sobre direitos patrimoniais somente existirá – passando a funcionar, portanto, como garantia real em benefício de um determinado credor – se o contrato que lhe der sustentação for registrado de acordo com as formalidades apresentadas no Subcapítulo 5.2. No entanto, ainda que o registro e os demais requisitos objetivos, subjetivos e formais sejam plenamente satisfeitos, é certo também que o contrato de cessão

¹⁷ “É, portanto, ilícito o pacto comissório quando aposto à alienação fiduciária em garantia, da mesma forma por que o é quando aposto aos contratos de penhor, anticrese ou hipoteca.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 146).

fiduciária não será eficaz em sua função dispositiva, ou seja, em seu caráter translativo e constitutivo de direito real (cf. Subcapítulo 5.1), caso: (i) o cedente não seja o titular do objeto cedido no momento em que a referida cessão se realizar; ou (ii) o objeto que se pretende ceder ainda não exista, mesmo que haja razoável certeza quanto a quem será o seu titular no momento de seu surgimento¹⁸.

Em relação à primeira hipótese, a ineficácia do contrato de cessão fiduciária decorre da própria falta de poder de disposição (legitimidade) por parte do cedente, sendo certo que, no momento em que este vier a adquirir o bem ou o direito especificado como objeto da cessão, o negócio jurídico passará a ser plenamente eficaz e haverá, por consequência, a transferência de riquezas entre o patrimônio do cedente e do cessionário.

Por outro lado, na segunda hipótese, a ineficácia é causada em virtude da inexistência do objeto em si mesmo, e não de um problema momentâneo quanto à sua titularidade. Essa situação é possível ser observada, de forma mais evidente, no caso dos direitos de crédito, pois estes nem sempre se encontram devidamente constituídos e existentes na esfera patrimonial do cedente ao tempo em que se realiza o negócio jurídico de cessão, seja ele em caráter definitivo ou mesmo fiduciário com fins de garantia. Dessa forma, a cessão de direitos de crédito pode ter por objeto tanto um direito já existente (vale dizer: um crédito vencido ou cujo vencimento irá se operar apenas depois de decorrido um prazo específico, tal como se verifica, p. ex., em uma compra e venda de produtos, na qual o cedente, atuando na condição de vendedor, já realizou a entrega do bem e espera receber os pagamentos devidos de acordo com o prazo, a forma e os valores firmados com o comprador), quanto um direito que, embora ainda não existente, o cedente espera vir a adquirir no futuro (p. ex. como em um contrato de fornecimento de produtos, no qual o cedente atua como fornecedor e aguarda um pedido a ser formulado pelo cliente, a fim de que, mediante a entrega do produto solicitado, passe a existir em seu benefício um crédito determinado). O primeiro é direito de crédito *presente* e o segundo é direito de crédito *futuro*. Este último, embora previsível e com elevado grau de certeza quando ao seu surgimento,

¹⁸ Cf. Nota de Rodapé nº 41 do Subcapítulo 6.2.2. Por oportuno, não podemos deixar de destacar também (em razão da relevância que o conceito assume no presente trabalho) a natureza de *direito expectativo* que o cessionário fiduciário detém em relação à aquisição da titularidade fiduciária negociada com o cedente. O direito expectativo de se tornar titular fiduciário dos direitos patrimoniais cedidos com fins de garantia existe desde o momento da celebração e do registro do contrato de cessão fiduciária, sendo tal direito exercido mediante a verificação do surgimento do direito negociado ou da posterior aquisição de sua titularidade (caso já existente o direito) pelo cedente, conforme o caso. No instante em que quaisquer dessas condições (conforme aplicável) forem verificadas, o contrato de cessão fiduciária ganhará plena eficácia, deixando de haver *direito expectativo à titularidade fiduciária* para nascer, ato contínuo e de forma substitutiva ao direito expectativo anterior, verdadeira *titularidade fiduciária* em benefício do cessionário.

não pode ser considerado integrado ao patrimônio do cedente, justamente por não ter sido ainda plenamente formado de acordo com os requisitos legais e contratuais estabelecidos¹⁹.

Os direitos sem existência jurídica presente, mas com perspectiva de surgimento futuro, podem ter sua origem em negócios jurídicos não planejados ou ainda pendentes de conclusão (p. ex. contrato de compra e venda que o cedente espera vir a celebrar com futuros clientes); em negócios jurídicos já concluídos, mas de execução diferida ou continuada (p. ex. contratos de locação por prazo indeterminado ou contratos de fornecimento que dependem de solicitação específica do cliente a cada entrega, em relação aos quais os direitos de crédito vão se formando a cada período da locação ou a cada pedido realizado); ou, ainda, em negócios jurídicos já concluídos, mas sujeitos a condições suspensivas (p. ex. contratos de compra e venda de produtos que, para seu aperfeiçoamento, dependem de algumas condições prévias impostas pelas partes, não sendo possível se observar, até a verificação destas condições, (i) transferência de propriedade dos produtos e, tão pouco, (ii) existência de um direito ao recebimento do preço de venda acordado)²⁰.

Ao se analisar a posição dos acionistas em relação aos dividendos, bem como aos demais rendimentos econômicos possíveis de serem auferidos a partir das ações por eles detidas em uma sociedade anônima, observa-se três possibilidades distintas, mas que guardam pertinência com o fenômeno da cessão de direitos presentes ou futuros:

a.) *Direitos de Crédito de Dividendos já constituídos em favor dos acionistas.*

Após a apuração dos lucros sociais, a preparação das demonstrações financeiras que os traduzem em linguagem econômica-societária, bem como a deliberação que aprova a destinação alocativa desses lucros entre a companhia e os acionistas, surge para estes últimos o Direito de Crédito de Dividendos, sempre que a opção final – mediante o exercício do Direito Societário-Patrimonial aos Dividendos – tenha sido pela distribuição aos sócios (em detrimento do autofinanciamento societário) de uma parcela dos lucros sociais. Esse direito, que já é plenamente formado e existente na esfera patrimonial do acionista, pode estar vencido ou ainda por vencer. Não importa. O relevante é que, neste caso, não há dúvidas quanto à formação de tal direito e, muito menos, que ele já compõe o patrimônio do acionista. Por essa razão, poderá esse direito ser transferido a terceiros de forma direta e imediata, sem que se levante em relação a tal cessão qualquer questionamento de validade ou de eficácia

¹⁹ Nesse sentido, conferir: (i) MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição Contratual*. Reimpr. Coimbra: Almedina, 2003. p. 226; e (ii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 456.

²⁰ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 456.

no que se refere à existência de seu objeto.

b.) Direitos de Crédito de Dividendos futuros. Quando não existe a apuração de lucros sociais ou sua deliberação alocativa pela assembleia geral, não é possível se determinar a existência de qualquer obrigação da companhia em realizar pagamentos aos acionistas e, por consequência, de qualquer Direito de Crédito de Dividendos detidos por tais acionistas no momento presente. Isso não significa, contudo, que eles não tenham uma expectativa quanto ao surgimento de futuros Direitos de Crédito de Dividendos, tão logo as condições econômicas e jurídicas para tanto sejam verificadas. Trata-se, portanto, de um direito que o acionista espera adquirir em decorrência de uma relação contratual já estabelecida (qual seja: o contrato associativo de sociedade, cujo propósito é proporcionar ganhos aos seus participantes, inclusive na forma de dividendos). Contudo, ainda que decorra de uma relação jurídica já concluída, o Direito de Crédito de Dividendos não pode ser considerado existente antes que sejam verificados todos os pressupostos para tal. Por essa razão, ao se fazer uma cessão de Direitos de Crédito de Dividendos futuros, estar-se-á, na realidade, celebrando um negócio dispositivo ineficaz, pelo menos até o momento em que se verificar o surgimento do direito que lhe serve de objeto.

c.) Direitos Expectativos aos Dividendos. Uma situação diversa é observada em relação ao Direito Expectativo aos Dividendos. Apesar de o direito ao dividendo, em sua condição de crédito, não existir no momento presente (afinal, ele é o direito expectado), é certo que existe uma expectativa do acionista de vir a se tornar titular de tal crédito. Essa expectativa, por ser decorrente da participação societária e por ter relação direta com a própria finalidade do contrato associativo de sociedade, é juridicamente tutelável e dispõe de elevado grau de certeza (ou, pelo menos, de esperança) no fato de que o acionista irá se tornar titular de Direitos de Crédito de Dividendos tão logo haja as condições econômicas e jurídicas para tanto. Por essa razão, é correto dizer já existir, de forma inerente à participação societária do acionista, um Direito Expectativo aos Dividendos, que, ao preservar as expectativas e interesses do acionista em relação aos rendimentos societários, permite a este (ou a quem ele vier a ceder esse direito de forma autônoma e segregada da ação) tornar-se titular de novos e futuros direitos, quais sejam: os próprios Direitos de Crédito de Dividendos (direitos expectados) que venham a se formar de tempos em tempos²¹. A cessão do Direito

²¹ Por isso ser bastante preciso Pontes de Miranda, ao conceituar o direito expectativo – entre os quais se inclui o direito aos dividendos, ao menos em um de seus possíveis perfis – como um “*direito a adquirir direito*” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 344).

Expectativo aos Dividendos é legítima, pelas razões já expostas ao longo do Subcapítulo 3.4, mas é preciso observar também que, por ser um direito já existente e plenamente formado na esfera patrimonial do acionista, desde o momento em que este se tornou titular da ação emitida pela companhia, sua cessão será considerada eficaz a partir do instante inicial em que tiver sido efetivada, e não apenas quando da formação dos Direitos de Crédito de Dividendos a ele relativos e/ou dele decorrentes.

A diferenciação entre os direitos presentes e futuros apresenta fundamental interesse em razão dos efeitos jurídicos que proporcionam ao cedente e ao cessionário, especialmente diante de uma eventual situação de falência ou insolvência do referido cedente. Entender as teorias que os fundamentam e as respectivas diferenças entre elas é o que se buscará fazer a seguir, a fim de ser possível concluir que: se a cessão fiduciária de direitos aos dividendos for realizada tendo por base o Direito Expectativo aos Dividendos (art. 130 do CCBra), ao invés dos futuros Direitos de Crédito de Dividendos, os valores resultantes dos rendimentos societários – nos montantes e/ou nos prazos especificados pelas partes no contrato de cessão – serão, independentemente do momento em que forem auferidos, de titularidade direta e imediata dos cessionários fiduciários, e não dos cedentes fiduciantes, razão pela qual não estarão sujeitos aos regimes falimentares ou de insolvência civil relativos a tais cedentes.

7.2.1. A possibilidade jurídica de cessão de coisas e direitos futuros

Não existe qualquer objeção legal para a realização da transmissão de bens ou direitos futuros. Pelo contrário, ela é expressamente aceita por parte importante da doutrina²², além de permitida nos termos do art. 483 do CCBra, cuja disposição prevê,

²² No Brasil, Pontes de Miranda já admitia a possibilidade de cessão de direitos futuros, desde que houvesse a correta caracterização de seus elementos constitutivos elementares, de forma a se saber precisamente a qual direito as partes se referiam no momento da celebração do negócio (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 355-356). Nesse mesmo sentido, manifestou-se HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 27-28. A cessão de créditos futuros é também admitida em ordenamentos jurídicos mais próximos: (A) em Portugal: (i) MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição...*, Ob. Cit. pp. 226-235; (ii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 459; e (iii) MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 414-440; (B) na Itália: (i) TROIANO, Stefano. *La Cessioni di Crediti Futuri*. Padova: Cedam, 1999; e (C) na Alemanha: (i) LARENZ, Karl. *Lehrbuch des Schuldrechts*, Band I, Allgemeiner Teil, 13ª Ed. Munique: Beck, 1989. § 34 III. pp. 584 e ss.; e (ii) ESSER, Joseph.; e SCHIMIDT, Eike. *Schuldrecht, Band I, Allgemeiner Teil, Teilband 2*, 7ª Edição. Heidelberg: C. F. Müller Juristischer Verlag. § 37 I. pp. 284-285.

embora de forma limitada à compra e venda (de créditos ou de direitos²³), a possibilidade de que o objeto negociado seja *atual* ou *futuro*, ainda que, neste último caso, o negócio de disposição subjacente – vale dizer: o adimplemento da obrigação mediante a transferência do direito – seja ineficaz até o surgimento definitivo de seu objeto²⁴, exceto nos casos em que a intenção das partes seja concluir contrato aleatório²⁵.

Apesar de possível, a doutrina é bastante enfática – em linha com o que já foi exposto no Subcapítulo 6.2.3 – quanto à necessidade de que o direito futuro seja determinado da forma mais detalhada possível no contrato de cessão. Essa exata determinação é importante tanto para fins de certeza em relação ao objeto que as partes pretendem de fato ceder, evitando os potenciais conflitos daí resultantes, quanto para a proteção dos interesses dos demais credores do devedor, especialmente no que se refere às cessões promovidas com

²³ Cf. discutido ao longo do Subcapítulo 5.1, a cessão de direitos não é, em si mesma, um negócio jurídico típico. Ela se reveste de um caráter dicotômico, de causa variável, marcado pela existência de dois negócios jurídicos distintos, mas diretamente sobrepostos (razão pela qual, no âmbito econômico e social, são muitas vezes vistos como um único negócio): o primeiro e mais evidente é o acordo relativo à transferência de crédito ou de direito propriamente dito, enquanto o segundo é o negócio jurídico que lhe dá causa. Essa distinção entre os dois negócios decorre da necessidade de se reconhecer a cessão de direitos não como um negócio típico próprio, mas sim como um negócio que se presta a fins diversos, entre os quais: comprar, doar, pagar, garantir, integralizar capital social, entre outros. Dessa forma, ao se tratar de um negócio de compra e venda de direitos, é imperativo reconhecer que tal negócio, por força do disposto no art. 483 do CCBra, pode recair sobre direitos presentes ou futuros. Daí ser possível concluir também que para as demais finalidades atribuíveis à cessão de créditos ou de direitos – especialmente a que visa transferir certos direitos patrimoniais com fins de garantia –, a utilização de direitos futuros apenas não seria admissível se houvesse uma expressa determinação legal em sentido contrário, o que, certamente, o CCBra ou as demais leis especiais não estabelecem.

²⁴ “A cessão de crédito futuro só será eficaz se o crédito vier a existir”. (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 29). Nesse mesmo sentido, VAZ SERRA, Adriano Paes da Silva. *Cessão de Créditos ou de Outros Direitos*. Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra. Vol. XXX. Coimbra: Coimbra, 1955. p. 228.

²⁵ Há de se observar que o negócio jurídico de cessão de *direitos futuros*, seja ela em caráter definitivo ou com fins de garantia, pode ser qualificado como um *contrato aleatório*, na medida em que o cessionário opte por assumir o risco de nada vir a existir em relação ao direito cedido (art. 458 do CCBra) ou mesmo de vir a existir em quantidades ou valores inferiores àqueles inicialmente estabelecidos (art. 459 do CCBra). Apesar de possível, não é esse o cenário que se vislumbra na cessão fiduciária de direitos em garantia. Embora seja plausível que os direitos futuros cedidos não venham a existir nas quantidades, qualidades ou valores esperados (a exemplo do que ocorreria no caso de uma cessão de Direitos de Crédito de Dividendos futuros auferíveis em um terminado exercício social, no qual os dividendos distribuídos podem ter sido de valor insignificante ou até mesmo não ter sido verificada qualquer distribuição de lucros aos sócios), fato é que na cessão de direitos em garantia o credor não deseja assumir qualquer risco dessa natureza. Na verdade, ao determinar o objeto da cessão, o credor deixará claro que ele contempla todos e quaisquer Direitos de Crédito de Dividendos futuros que sejam necessários, independentemente do período em que venham a surgir, até a plena satisfação do valor da dívida garantida. Mesmo nas hipóteses em que há frustração da garantia do credor (como, p. ex., no caso de falência da companhia em relação a qual os rendimentos societários foram cedidos), o cedente devedor permanecerá responsável (a) pelo pagamento do excedente do saldo devedor da dívida que não tenha sido possível suprir com a excussão da garantia ou (b) mesmo pelo reforço do pacote de garantias existentes. Esses fatores de eliminação de incertezas (que são o cerne da construção de qualquer garantia) afastam o contrato de cessão fiduciária de direitos dos contratos aleatórios. Por outro lado, isso não significa que em um determinado contexto o contrato não possa ser qualificado como aleatório, caso o credor aceite (apesar de ser uma hipótese improvável) os riscos relativos (i) ao não surgimento do direito ou (ii) ao surgimento do direito em quantidades ou valores inferiores aos esperados.

o fim de constituir uma garantia de carácter real em benefício do cessionário fiduciário²⁶.

Os critérios para a adequada determinação do direito futuro são diversos e nem sempre a utilização de apenas um deles será suficiente para se especificar o objeto da cessão. Conforme destacam Stefano Troiano e Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, esses critérios podem ser *objetivos*, por adotarem como referência os contratos a partir dos quais os direitos de crédito, a serem futuramente formados, serão cedidos; *subjctivos*, por definirem os direitos futuros a partir da indicação dos seus respectivos devedores; ou *quantitativos*, por terem como referência um fluxo futuro de receitas que possa ser razoavelmente estimável no momento presente²⁷.

No caso dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros (que, neste ponto, pouco diferem das demais formas em que os direitos aos dividendos podem ser cedidos), a solução para a sua correta caracterização parece requerer a adoção de uma conjugação desses três critérios. Inicialmente, será preciso determinar não apenas a companhia em relação a qual se pretende ceder os direitos aos respectivos dividendos (critério subjetivo), mas também as ações específicas que terão esses direitos destacados e cedidos ao cessionário de maneira autônoma (critério objetivo). No entanto, em carácter complementar, é importante também que se defina ao menos uma medida quantitativa para a determinação do direito, o que poderá ser feito tanto pela especificação do valor total de recursos que devem resultar dos direitos futuros cedidos, quanto pela determinação de um período de tempo no qual os recursos pagos a título de dividendos serão considerados como de titularidade do cessionário; ou, ainda, pela adoção de uma medida mista, que envolva aspectos valorativos e também temporais (critérios quantitativos). Se o futuro Direito de Crédito de Dividendos deixar de contemplar

²⁶ “A cessão dos créditos futuros apenas exige que se haja caracterizado o que se cede, isto é, que ao nascer o crédito, [s]e saiba, ao certo, qual será o crédito cedido. O que é preciso [é] que não se precise de concretização quanto ao crédito cedido, pôsto o crédito cedido possa ser correspondente a dívida genérica.” (Destaque do autor e acréscimos nossos) (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 355-356). Nesse mesmo sentido, defende Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, ao expor que: “desde que esteja preenchido o requisito da determinabilidade (...), é possível a cessão onerosa de crédito futuros, podendo estes resultar quer de negócio jurídico já celebrado (ex: rendas futuras relativas a um arrendamento vigente), quer de negócio ainda não celebrado (ex: preço das mercadorias que o cedente irá vender). (...) A exigência da determinabilidade na cessão de créditos futuros coloca-se pelo facto de esta ser vista como um negócio de disposição e não como um mero negócio obrigacional. Em relação aos negócios de disposição, e por força do princípio da especialidade que caracteriza os direitos reais, exige-se por razões de segurança no tráfego jurídico que haja um elevado grau de determinabilidade da coisa que têm por objeto. Assim, também a cessão, enquanto negócio dispositivo, pressupõe uma suficiente especificação do objecto, tendo os créditos futuros que possuir uma suficiente determinabilidade para poderem ser objecto de cessão.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 419).

²⁷ (i) TROIANO, Stefano. *La Cessioni...*, Ob. Cit. p. 242; e (ii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 461.

quaisquer desses critérios, o negócio de cessão fiduciária a ele relativo será considerado nulo (e não ineficaz), em razão da ausência dos elementos básicos de sua determinação, conforme exigidos nos termos dos arts. 104 e 166, II, do CCBra. A ineficácia é justificável até o surgimento efetivo do direito que serve de objeto à cessão, mas o reconhecimento da nulidade será necessário quando não existirem as condições objetivas mínimas para se determinar se o direito formado é de fato aquele que as partes pretendiam ceder²⁸.

Sendo futuro o direito cedido, evidentemente que o disposto no art. 295 do CCBra deve ser interpretado com as restrições que o instituto exige. É certo que o cedente não precisará garantir a existência do direito ao tempo da cessão, pois as partes estão, justamente, a realizar a cessão de um direito cuja existência é futura. Com efeito, essa proteção disponibilizada ao cessionário deve ser entendida como um dever de boa-fé objetiva, consubstanciada na obrigação do cedente de realizar todos os atos necessários para que o direito futuro que se pretende dispor venha a ser efetivamente constituído em sua esfera patrimonial²⁹. No caso de uma cessão de Direitos de Crédito de Dividendos futuros, essa obrigação seria traduzida em atos que tornem a companhia devedora lucrativa e que evitem o autofinanciamento societário, sempre que este seja realizado em detrimento ilegítimo da distribuição de lucros ao acionista³⁰.

A cessão de um crédito ou direito cuja existência no presente ainda não se verifica pode ser informada ao devedor antes ou no mesmo momento da formação do direito cedido³¹. O importante é que, do ponto de vista formal, todos os requisitos de validade e eficácia da cessão sejam realizados, de forma a se permitir que, concomitantemente ao surgimento do direito futuro cedido, a função dispositiva do contrato de cessão possa se tornar imediatamente eficaz. É exatamente isso o que se exige no caso do poder de disposição (legitimação) em relação ao direito futuro. A exemplo do que já ocorre no caso das cessões de direitos presentes, o cedente apenas pode eficazmente transmitir um direito a terceiro quando detém a efetiva titularidade sobre esse direito. Dessa forma, ainda que o direito futuro a que se refere o contrato venha de fato a surgir, ele não poderá ser transmitido ao cessionário até que o cedente se apresente como efetivo detentor do seu poder de disposição³².

²⁸ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 462.

²⁹ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 463.

³⁰ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 425.

³¹ TROIANO, Stefano. *La Cessioni...*, Ob. Cit. pp. 572 e ss.

³² “A capacidade dos figurantes, ao contrário do que acontece no momento da transmissão do crédito, deverá ser satisfeita quando da conclusão da cessão do crédito futuro, de acordo com o inciso I do art. 104 do Código

Mas a grande particularidade em torno das cessões de direitos futuros concentra-se, sem dúvida, no momento em que sua efetiva translação ocorre, ou seja, no exato instante em que esse direito de existência futura deixa de compor a esfera patrimonial do cedente para passar a integrar o conjunto patrimonial do cessionário. A pergunta colocada pela doutrina é, então, traduzida nos seguintes termos: seria esse momento coincidente com a celebração do negócio de cessão ou apenas com o instante em que surge o direito futuro que lhe serve de objeto?

Essa discussão ganha especial destaque no que se refere à cessão fiduciária de direitos aos dividendos, já que, na grande maioria dos casos, essa garantia terá por objeto não os Direitos de Crédito de Dividendos já formados e plenamente existentes, em relação aos quais não há dúvidas quanto ao momento de sua transmissão ao cessionário, mas sobre os Direitos de Crédito de Dividendos (direitos expectados) que irão se formar no futuro. A depender da resposta a que se chegar, o entendimento pode ser no sentido de que não há transferência alguma em favor do cessionário, ainda que realizada em caráter fiduciário, até que o Direito de Crédito de Dividendo venha a existir, o que, a depender das circunstâncias, pode não mais satisfazer os interesses do credor, especialmente se, ao tempo do surgimento do referido direito, o cedente se encontrar em uma situação de falência³³ ou de insolvência.

É fundamental, portanto, estabelecer as bases em que se pode determinar, ou não, ter o direito futuro, conforme cedido fiduciariamente, e a luz do ordenamento jurídico brasileiro, a aptidão de se efetivar, de forma direta e imediata, na esfera patrimonial do cessionário, antes mesmo do seu respectivo surgimento.

7.2.2. A Teoria da Imediação (*Unmittelbarkeitstheorie*)

Sobre o momento do aperfeiçoamento da cessão de direitos futuros, ganhou

Civil. Não se pode, contudo, confundir a capacidade dos figurantes com a legitimidade de dispor do crédito. A última somente deverá ser perquirida na constituição do crédito, ou seja, no momento da translação. Se, ao tempo da constituição do crédito, o cedente não for legitimado para dispor, a cessão de crédito será ineficaz relativamente.” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 28-29). Em linhas idênticas: (i) ENNECERUS, Ludwig; KIPP, Theodor; e WOLFF, Martin. *Tratado de Derecho Civil...*, Ob. Cit. p. 385; e (ii) VAZ SERRA, Adriano Paes da Silva. *Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 227-228.

³³ Ao aceitar a hipótese de que o direito futuro primeiro nasce na esfera patrimonial do cedente para ser então, ato contínuo, transferido ao cessionário, será preciso reconhecer que o administrador da falência do devedor (cedente fiduciante) estará legitimado a fazer uso da prerrogativa prevista no art. 117 da Lei de Falência e Recuperação, o qual permite a ele rescindir o contrato de cessão fiduciária (e, portanto, o título de translação e constituição de direito real) antes mesmo do surgimento do objeto futuro a que ele se refere, enfraquecendo, sobremaneira, a posição do credor diante da falência do devedor.

bastante força na doutrina alemã a corrente defendida pela chamada *Unmittelbarkeitstheorie*, ou Teoria da Imediação³⁴. De acordo com os defensores desta teoria, o direito futuro, uma vez cedido, surgiria diretamente na esfera patrimonial do cessionário, não adentrando, portanto, sequer por um instante, no patrimônio de cedente. Dessa forma, ainda que não existente à época da cessão – não produzindo, portanto, acréscimo patrimonial ao cessionário naquele exato momento – o direito futuro já nasceria, de forma originária, em favor do cessionário, sem que as eventuais exceções ou problemas de solvência do cedente (se resultantes de atos anteriores ao negócio de cessão) pudessem prejudicar os direitos do cessionário.

Conforme destaca Luís Manuel Teles de Menezes Leitão³⁵, a Teoria da Imediação ganhou importância na Alemanha a partir de uma decisão do *Reichsgericht* de 1903, conforme sustentada por Von Tuhr (RG 29/11/1903, em RGZ 55 (1904), pp. 334-335), na qual a corte alemã não apenas reconheceu a validade da cessão de créditos futuros, como também determinou a não aplicação do clássico esquema negocial de transmissão de cessão de créditos (presentes), tal como previsto no BGB, às hipóteses de cessão de direitos futuros. As bases desta decisão firmaram-se no fato de que, na cessão de direitos ainda não existentes (futuros, portanto), o cedente não se apresenta como titular do direito no momento da cessão (uma vez que este ainda não existe), razão pela qual não deveria se apresentar enquanto tal, também, no momento do seu efetivo surgimento, tendo em vista que, em consequência da cessão, referido direito surgiria diretamente na esfera patrimonial do cessionário³⁶.

Como se percebe, de acordo com a Teoria da Imediação, a proteção dos interesses e direitos do cessionário é bastante reforçada, pois, ao se admitir que a cessão opera-se

³⁴ Entre os principais defensores da Teoria da Imediação no Direito alemão estão, conforme indicam Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos e Luís Manuel Teles de Menezes Leitão: (i) NÖRR, Knut Wolfgang; SCHEYING, Robert; e PÖGGELER, Wolfgang. *Sukzessionen. Forderungszession, Vertragsübernahme, Schuldübernahme*. 2ª Edição. Tübingen: Mohr/Siebeck, 1999; (ii) BUSCHE, Jan, ‘in’ STAUDINGERS. J. Von. *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen. Zweites Buch. Recht der Schuldverhältnisse*, §§ 397-432. Berlin: Sellier de Gruyter, 1999; e (iii) ESSER, Joseph.; e SCHIMIDT, Eike. *Schuldrecht*, Band I, Allgemeiner Teil, Teilband 2, 7ª Edição. Heidelberg: C. F. Müller Juristischer Verlag. § 37 I. Na Itália, essa mesma teoria é defendida por LA PORTA, Ubaldo. *La Causa del Transferimento del Credito, gli Effetti Preliminari e la Disposizione del Diritto Futuro*. ‘in’ Banca, Borsa e Titoli di Credito (BBTC) n° 41. Vol. II, 1998. p. 724.

³⁵ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 421-422.

³⁶ “Esta posição é ainda hoje a sustentada por Nörr/Scheying/Pöggler, que referem que, ao contrário do que sucede em relação à cessão de créditos existentes, por força da própria natureza das coisas, em relação à cessão de créditos futuros, não há nenhuma necessidade racional de construção que implique que se deva sustentar que o crédito surja primeiro na esfera do cedente, parecendo mais lógico que se deva sustentar que a constituição do crédito ocorre directamente na esfera do cessionário.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 422).

imediatamente, fazendo com que o direito futuro surja e ganhe eficácia de maneira direta no patrimônio do cessionário, sem precisar transitar pela esfera patrimonial do cedente, torna-se imperativo reconhecer que eventuais execuções e processos falimentares sofridos pelo cedente não poderão afetar, sob nenhuma perspectiva, o direito futuro transferido ao cessionário. No caso dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros, portanto, estes, uma vez cedidos, já integrariam o patrimônio do cessionário no momento de seu surgimento, não podendo ser questionados quer pelos credores do acionista, quer pelos futuros adquirentes das ações, que ficariam, neste último caso, desprovidos dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros que tenham servido de objeto para o contrato de cessão fiduciária.

Apesar da lógica imposta pela Teoria da Imediação e da utilidade de suas conclusões para fins de proteção do credor de uma cessão fiduciária de direitos futuros, que não ficaria sujeito às incertezas relativas à situação de insolvência do cedente após a celebração do negócio, a verdade é que tal teoria não é condizente com o atual Direito positivo brasileiro. Há pelo menos três evidências que podem comprovar esse entendimento.

Primeiramente, há que se destacar o já citado art. 483 do CCBra, o qual determina que, embora seja possível a celebração de uma compra e venda de bens ou direitos futuros, este negócio não será eficaz até que o bem ou direito que lhe serve de objeto venha a existir. Em nosso entendimento, esse dispositivo legal não restringe a eficácia da relação obrigacional de compra e venda (que, por sua própria natureza obrigacional, é plenamente eficaz desde a data de sua celebração), mas sim do negócio jurídico de disposição a ela relativo, ou seja, do ato que irá determinar a efetiva transferência do bem ou direito do patrimônio do cedente/vendedor para o do adquirente/comprador, realizada com a finalidade de adimplir a obrigação estabelecida³⁷. Dessa forma, sendo o negócio de disposição ineficaz até o surgimento do direito futuro, não é possível sustentar que este tenha sido transferido ao cessionário antes de sua efetiva existência. Será necessário que o direito futuro, portanto, (i) surja antes no patrimônio do devedor, (ii) atribua eficácia ao negócio dispositivo de cessão e, posteriormente, (iii) seja transmitido ao cessionário, nos termos e condições acordados com o cedente.

Outro aspecto relevante que merece destaque para afastar a Teoria da Imediação é a própria negação da natureza do negócio de cessão que ela impõe. O disposto no art. 286 e ss. do CCBra, assim como nos demais dispositivos legais que permitem a cessão fiduciária típica ou atípica, tem por pressuposto realizar a transferência de créditos ou de direitos, e

³⁷ SILVA, Clóvis do Couto e. *A Obrigação...*, Ob. Cit. p. 59.

não de criá-los diretamente na esfera patrimonial do cessionário.

Finalmente, conforme leciona Luís Manuel Teles de Menezes Leitão³⁸, é princípio fundamental do regime jurídico da cessão de créditos e de direitos a conservação pelo devedor de todas as possíveis exceções que venham a possuir em face do cedente, podendo o devedor opor tais exceções ao cessionário a qualquer tempo, desde que decorrentes de fatos já existentes à época da cessão (art. 294, do CCBra). Ocorre que, ao se admitir a Teoria da Imediação, tal possibilidade ficaria afastada, já que o crédito ou o direito futuro cedido nasceria, de forma originária, diretamente na esfera patrimonial do cessionário.

Por essas razões, a Teoria de Imediação não se coloca como alternativa viável no Direito brasileiro, não sendo possível utilizá-la, portanto, como forma de se atribuir plena eficácia dispositiva aos futuros Direitos de Crédito de Dividendos que tenham sido cedidos a um determinado credor no âmbito de uma cessão fiduciária de direitos. Se a referida garantia contemplar a cessão de Direitos de Crédito de Dividendos futuros, será preciso admitir que a titularidade fiduciária sobre eles apenas existirá no momento em que os lucros sociais forem apurados e a sua distribuição aos acionistas aprovada, período a período. Essa conclusão coloca o Direito positivo brasileiro, portanto, no contexto de outra teoria acerca do momento da efetiva transferência dos direitos futuros: a Teoria da Transmissão, analisada a seguir.

7.2.3. A Teoria da Transmissão (*Durchgangstheorie*)

Em oposição à Teoria da Imediação, apresentou-se a Teoria da Transmissão, defendida por parte igualmente importante da doutrina estrangeira³⁹. De acordo com a linha interpretativa desta corrente, diante da celebração de um negócio de cessão de créditos ou direitos futuros, estes, no momento de seu surgimento, primeiro integram o patrimônio do cedente, “*onde permanecem por um segundo lógico*”⁴⁰, para, ato contínuo, serem então transferidos ao cessionário, nos termos do contrato anteriormente firmado.

³⁸ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 424-425.

³⁹ Nessa linha, destacam-se: (A) na Alemanha: (i) PLANCK, G. *Bürgerliches Gesetzbuch nebst Einführungsgesetz. II – Recht der Schuldverhältnisse*. 3ª Edição. Berlin: Guttentag, 1907; e (ii) HAHNZOG, Klaus. *Die Rechtsteellung des Zessionars künftiger Forderungen*. München: Diss, 1962; e (B) em Portugal: (i) VAZ SERRA, Adriano Paes da Silva. *Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 225; e (ii) MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição...*, Ob. Cit. pp. 225-234. No Brasil, também há defensores desta corrente, conforme será referido adiante neste trabalho.

⁴⁰ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 422.

É nesse sentido que se posiciona Carlos Alberto da Mota Pinto, ao prever que: “os créditos futuros constituir-se-iam na titularidade do cedente e, visto isso, permanece neste um pedestal, uma certa <posição tronco>, diversamente do que ocorreria com uma completa exclusão do nexo contratual. A cessão de créditos futuros tem uma extensão que, mesmo quanto ao crédito a constituir, sofre uma limitação: permanece no cedente como que a base ou o pedestal do futuro direito, não sendo, completamente, extinta a posição creditória do cedente (esta é como que esvaziada, mas mantém-se como invólucro).”⁴¹ E em seguida conclui que: “a) os créditos futuros são cedíveis, mas apenas quando forem determináveis, não se transmitindo, assim, por falta de determinabilidade, alguns direitos, que, todavia, passariam para o cessionário da posição contratual. b) os créditos futuros determináveis transferem-se para o cessionário, nos termos da <doutrina da transmissão>, o que significa não perderem, até ao momento da sua constituição, todo e qualquer nexo com o cedente.”⁴²

De acordo com esse entendimento, portanto, a cessão de direitos futuros e a cessão de direitos presentes apenas se distinguiriam entre si em razão de a transmissão do direito da primeira ser diferida para o momento de seu futuro surgimento, sendo que, em todo o resto, seria aplicável essencialmente o mesmo regime jurídico. Trata-se, por consequência, conforme já destacado em outras oportunidades, apenas de uma questão de eficácia do negócio jurídico de disposição. Dessa forma, diferentemente da Teoria da Imediação, que afasta a esfera patrimonial do cedente a partir do momento da celebração do negócio jurídico de cessão, a Teoria da Transmissão volta a aproximá-la do cessionário, impondo a este último todos os riscos de insolvência e de exceções relativos ao cedente.

No Brasil, Pontes de Miranda observou muito bem esse fenômeno, afirmando que, embora seja possível a cessão de créditos ou direitos futuros, “o cessionário adquire o crédito como sucessor do cedente, não diretamente (Schuman, *Die Fonhrungsabtrctuna im deutschen, französischen und englischen Recht*, 109; H. Rühl, *Eigentumsvorbehaltung und Azahlungsgesch6aft*, 46; cfr. FR. Leonhard, *Allgemeines Schuldrecht*, 656; A. Von Tuhr, *Der Allgemeine Teil*, II, 362).” (Destaque nosso)⁴³. Em sentido idêntico, também se colocou Gustavo Haical: “O crédito, primeiro, se constituirá no patrimônio do cedente para,

⁴¹ MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição...*, Ob. Cit. p. 232.

⁴² MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição...*, Ob. Cit. pp. 233-234.

⁴³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 356.

posteriormente, ser transferido ao patrimônio do cessionário, o qual só adquire o crédito como sucessor do cedente e não diretamente. Em razão disso, o devedor poderá opor ao cessionário todas as exceções e objeções existentes contra o cedente até o momento em que o crédito foi constituído.”⁴⁴

A Posição do Cessionário e os Conflitos com Outros Pretendentes. Dentre aqueles que defendem a Teoria da Transmissão, tem sido frequente a discussão sobre dois aspectos fundamentais. O primeiro diz respeito à própria natureza do negócio de cessão fiduciária, pois, sendo ele um negócio de disposição (não meramente obrigacional), há certa divergência se ele estaria submetido ou não ao chamado princípio da prioridade, o qual determina que, em razão da primeira cessão já realizada pelo cedente, todas as demais que viessem a ser posteriormente formalizadas seriam nulas (ou, pelo menos, ineficazes)⁴⁵. Já o segundo refere-se aos eventuais efeitos de uma extinção ou modificação do crédito, por acordo com o devedor, antes de sua constituição, ou mesmo de uma revogação ou cessão da posição contratual de onde o crédito futuro cedido deve surgir⁴⁶.

No caso da primeira discussão, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão⁴⁷, em linha com a doutrina e a jurisprudência majoritárias alemãs⁴⁸, sustenta que o princípio da prioridade é aplicável de forma indistinta para os negócios de disposição de direitos presentes ou futuros, razão pela qual as cessões posteriores à primeira não teriam validade frente a esta. Essa posição, de fato, nos parece correta também à luz do Direito brasileiro, mas com algumas precisões adicionais. Inicialmente, é de se observar que a disposição de direitos apenas será eficaz perante terceiros se o seu instrumento de cessão for objeto de registro público (art. 221 do CCBra). Dessa maneira, caso esse requisito formal tenha sido cumprido, o princípio da prioridade revelar-se-á, de fato, aplicável, sendo preciso afastar quaisquer cessões posteriores que se refiram ao mesmo objeto. Não obstante, os negócios posteriores seriam apenas ineficazes em relação à primeira cessão, e não inválidos (nulos), diferentemente do que sustenta, portanto, o autor português.

No que se refere à segunda discussão, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão argumenta que a doutrina dominante afasta por completo o princípio da prioridade,

⁴⁴ HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 28.

⁴⁵ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 426.

⁴⁶ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 427.

⁴⁷ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 427.

⁴⁸ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 427, Nota de Rodapé nº 407.

sustentando que, em razão do direito apenas se transferir ao cessionário no momento do seu surgimento, não haveria como se afastar as extinções ou modificações relativas aos direitos futuros que servem de base para a respectiva cessão, “*uma vez que ela fica sem objecto se o crédito não se chega a constituir ou se vem a constituir em pessoa diferente da do cedente.*”⁴⁹. O autor português, no entanto, diversamente da situação relativa às cessões posteriores, discorda da posição defendida pela corrente majoritária da doutrina alemã por ele analisada. De acordo com sua visão, há que se diferenciar dois tipos de direitos: os relativamente futuros e os absolutamente futuros. Aqueles referem-se a direitos patrimoniais cujas relações jurídicas subjacentes já foram estabelecidas, não havendo espaço para que, sem um ato de vontade do cedente, modifique-se as condições de surgimento do direito futuro esperado; enquanto estes dizem respeito aos direitos futuros sem um conteúdo mínimo determinado, motivo pelo qual estão mais sujeitos a modificações ou extinções oponíveis ao cessionário, mesmo quando realizadas em um momento posterior à cessão do direito futuro.

Tal resultado, que leva em consideração os diferentes tipos de direitos futuros que podem ser contemplados, parece-nos adequado também para o Direito brasileiro, não havendo razão para a sua não adoção. Dessa forma, ao transpormos essa discussão para o objeto de análise do presente estudo, logo será preciso reconhecer que os Direitos de Crédito de Dividendos futuros, uma vez cedidos, estarão sim sujeitos a todas as modificações, extinções ou alterações de premissas que podem determinar a sua não constituição, ficando os cessionários desses direitos, por consequência, em uma situação de incerteza quando ao efetivo surgimento futuro das receitas que esperam auferir a partir dos direitos econômicos distribuídos pela companhia. É evidente que nada impede o cedente de se obrigar, contratualmente, a adotar certas medidas no sentido de garantir o surgimento do Direito de Crédito de Dividendos futuro, dentro de certos parâmetros ou políticas de distribuição. No entanto, caso o cedente descumpra essa obrigação, o cessionário terá apenas pretensão de indenização por perdas e danos⁵⁰.

A Posição do Devedor. Outro aspecto marcante em relação à Teoria da Transmissão e suas implicações para a definição do momento em que a cessão do direito futuro se efetiva diz respeito à posição do devedor. Mais precisamente, à possibilidade de o devedor opor exceções e compensações em relação ao cedente.

No que se refere a direitos futuros de vínculos contratuais ainda não constituídos, é

⁴⁹ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 427.

⁵⁰ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 428.

preciso reconhecer que o devedor terá a possibilidade de opor suas exceções a qualquer momento, visto que, antes da cessão do direito, sequer existia a relação contratual dele decorrente. Dessa forma, sendo a aquisição das exceções *a posteriori*, é natural que a sua oposição também ocorra em momento posterior⁵¹. No entanto, em relação aos direitos futuros decorrentes de vínculos contratuais já formados, a solução correta deve ser a mesma aplicável às cessões de direitos presentes, qual seja: são oponíveis ao cessionário apenas as exceções que tenham resultado de eventos anteriores à cessão⁵².

Já no caso das compensações, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão destaca existirem duas visões opostas. A primeira, defendida por Schomaker, Kornblum e Schwarz, determina que após a notificação da cessão ao devedor, este perde qualquer direito de invocar a possibilidade de compensações contra eventuais créditos relativos ao cedente. Essa visão seria pautada na ideia de que, diante da ciência do devedor, não existiria mais qualquer confiança deste – em relação ao uso do instituto da compensação – que precisasse ser tutelada pelo BGB⁵³. Por outro lado, uma segunda corrente, defendida por Denck e Serick, prega que o BGB não tem por propósito apenas tutelar a confiança do devedor nas eventuais compensações, mas sim garantir o exercício de exceções aplicáveis. Por essa razão, não se justificaria privar o devedor da possibilidade das compensações que teria em face do cedente, caso a cessão não tivesse sido realizada. Nesse último caso, portanto, a compensação seria possível até o surgimento efetivo do crédito e não apenas até o momento em que o devedor tomou ciência da cessão.

A melhor interpretação, de acordo com o Direito brasileiro, parece estar com a segunda corrente, visto que a cessão apenas ocorre quando o direito de crédito futuro passa a existir, tal como determina a Teoria da Transmissão. Essa discussão, contudo, não tem grandes impactos práticos, pois, se é verdade que a exceção de compensações pode ser exercida pelo devedor até a efetivo surgimento do crédito, também é verdade que a compensação apenas poderá ser utilizada pelo devedor quando esse mesmo crédito surgir, uma vez que, em nosso ordenamento jurídico, somente se admite a compensação entre dois direitos de crédito efetivamente existentes (art. 369 do CCBra).

⁵¹ “Sustenta, no entanto, HAHNZOG que, uma vez que o cessionário só pode adquirir o crédito nos termos em que ele se venha a constituir, toda e qualquer exceção adquirida pelo devedor em resultado do negócio será naturalmente oponível ao cessionário.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 429).

⁵² MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 430.

⁵³ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 431.

A Insolvência do Cedente. No entanto, nenhum aspecto é mais fundamental na discussão entre a Teoria de Imediação e a Teoria da Transmissão do que o problema da insolvência do cedente. E a razão é, a essa altura, bastante evidente: se a cessão se dá em relação a um direito de crédito existente, é fácil perceber que nenhum aspecto relativo à insolvência do cedente poderá ser invocado, exceto nos casos de evidente fraude contra credores ou se ocorrido durante o termo legal da falência (art. 99, II, da Lei de Falência e Recuperação). No entanto, na hipótese de cessão de direito futuro cujo respectivo surgimento ocorre após a decretação da falência, recuperação judicial ou da insolvência do cedente, a situação já não será tão simples.

Para aqueles que defendem a Teoria da Transmissão, será preciso reconhecer que, no momento do surgimento do direito futuro, este nascerá primeiramente no patrimônio do cedente, para ser, em seguida, transferido ao cessionário. Ocorre que se o cedente já teve sua falência ou insolvência decretada, ele não mais dispõe de poder de disposição sobre os bens integrantes do seu patrimônio, incluindo, por consequência, o direito futuro cedido (no momento em que este vier a se formar), razão pela qual a transmissão do referido direito em benefício do cessionário já não mais poderá se efetivar, exceto nos casos em que o administrador da falência, fazendo uso dos poderes conferidos pelo art. 117 da Lei de Falência e Recuperação, decidir pela manutenção do contrato dispositivo de cessão anteriormente firmado pelo cedente. Na realidade, ao aceitar a cessão de um direito futuro, o cessionário está disposto a se submeter ao risco da falta de poder de disposição do cedente no momento em que o referido direito vier a se constituir⁵⁴.

Por outro lado, pela linha argumentativa da Teoria da Imediação, a transferência do crédito teria eficácia no momento da celebração do negócio jurídico de cessão, e não quando o direito futuro cedido viesse a se constituir de fato. Sob essa lógica, o direito futuro se formaria, portanto, diretamente na esfera patrimonial do cessionário, não existindo mais riscos quanto à falência, recuperação judicial ou insolvência do cedente⁵⁵. No entanto, em razão das possíveis consequências danosas aos credores do cedente, mesmo os defensores da Teoria da Imediação passaram a conceder algumas concessões à Teoria da Transmissão,

⁵⁴ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 433.

⁵⁵ Nesse sentido, “(...) dado que o crédito se constitui directamente no património do cessionário, a solução lógica seria a de que não poderia ser objecto de apreensão pela massa falida, sendo também inatacável o negócio de cessão, uma vez que foi celebrado definitivamente antes da declaração de insolvência.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 433). Ainda segundo o autor português, essa mesma linha refletiria a posição dominante na jurisprudência italiana (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 433, Nota de Rodapé nº 427).

tendo por objetivo evitar que o insolvente, agindo de má-fé e em conluio com os cessionários, subtraísse da massa falida os direitos patrimoniais dos quais futuramente viesse a se tornar titular. Dessa forma, Von Tuhr sustenta que a eventual declaração de falência do cedente seria também oponível ao cessionário, uma vez que, para fins exclusivos de insolvência, este apenas adquire o que o respectivo cedente, sem a cessão, igualmente adquiriria⁵⁶.

Conforme já destacado, a Teoria da Imediação não parece ser aplicável ao Direito positivo brasileiro. Não apenas em função dos critérios legais já discutidos no Subcapítulo 7.2.2, mas também pelas flexibilizações que precisam ser feitas aos seus pressupostos de forma a impedir a proliferação de abusos por parte do cedente. Na realidade, todos os princípios adotados por nosso ordenamento jurídico remetem à Teoria da Transmissão, sendo correta a posição de Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, ao afirmar que: *“Efetivamente, por força da declaração de insolvência, o insolvente perde a faculdade de disposição, quer dos seus bens presentes, quer dos seus bens futuros, os quais passam a integrar a massa insolvente, sujeita à administração e disposição do administrador da insolvência. Assim, como o insolvente perdeu a disposição sobre o crédito futuro, parece que este integrará a massa insolvente no momento em que se vem a constituir. A situação é semelhante à celebração do contrato de compra e venda, sem que haja transmissão da propriedade à data da insolvência, cabendo ao administrador decidir se mantém a cessão do crédito ou recusa o seu cumprimento.”*⁵⁷

Nesses termos, é necessário concluir que a cessão fiduciária que tenha como objeto os Direitos de Crédito de Dividendos futuros não é eficaz até o surgimento dos referidos direitos, razão pela qual não transfere ao patrimônio do cessionário nenhuma riqueza. A titularidade fiduciária plena sobre os Direitos de Crédito de Dividendos futuros apenas será verificada quando eles nascerem na esfera patrimonial do cedente, ali permanecendo, ainda que por um segundo lógico, até serem então transferidos ao cessionário (fechando-se, assim, o ciclo de formação da garantia real). Por essa razão, não há como deixar de reconhecer que o credor (cessionário fiduciário) estará em uma situação desfavorável diante da insolvência do cedente fiduciante, cujo resultado prático será se apresentar, obrigatoriamente, no rol de credores da massa falida, a fim de tentar reaver os créditos decorrentes do Negócio Financeiro Garantido.

⁵⁶ TUHR, Andreas Von. *Tratado de...*, Ob. Cit. p. 221.

⁵⁷ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 435.

Essa conclusão parece deixar claro que, apesar de juridicamente possível, a cessão fiduciária sobre Direitos de Crédito de Dividendos futuros (ou seja, os direitos expectados) não garante o nível de segurança requerido pelos credores, pelo simples fato de não se configurarem, no momento da celebração do negócio jurídico de cessão, como direitos plenamente formados e existentes.

A solução para o problema não parece recair, portanto, sobre a aceitação da Teoria da Imediação, tal como proposta pela doutrina alemã, porque os pressupostos desta apresentam inúmeros problemas práticos e jurídicos diante do atual Direito positivo brasileiro. A adequada solução está, na verdade, no reconhecimento de que a cessão fiduciária deve ter por objeto não os Direitos de Crédito de Dividendos futuros (direitos expectados), mas sim os Direitos Expectativos aos Dividendos (direitos presentes), visto que estes últimos garantem aos seus respectivos titulares a posição jurídica necessária para se tornarem proprietários (em sentido amplíssimo) de novos e futuros direitos que sejam deles decorrentes no futuro. Como o “direito a ter direito” (direito expectativo) já foi transferido anteriormente à declaração de insolvência do cedente, encontra-se no patrimônio do cessionário – e não do cedente – a causa jurídica que dá sustentação para o surgimento dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros, razão pela qual se torna possível que estes, ao surgirem, já nasçam automática e diretamente na esfera patrimonial do cessionário.

7.2.4. Uma posição intermediária?

Apontada por alguns como uma “posição intermediária”⁵⁸ entre as Teorias de Imediação e da Transmissão, coloca-se a visão daqueles que defendem a distinção entre os direitos futuros propriamente ditos e os direitos expectativos⁵⁹. Estes últimos, por dizerem respeito à tutela da expectativa jurídica referente ao surgimento de outros direitos, e por terem sua base em um vínculo contratual já formado, qualificam-se como direitos presentes, embora relativos à aquisição de direitos futuros⁶⁰. São eles próprios, portanto, fonte de

⁵⁸ Nesse sentido, conferir MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 435.

⁵⁹ Entre esses, destacam-se: (i) LARENZ, Karl. *Lehrbuch des Schuldrechts, I – Allgemeiner Teil*. 14ª Edição. München: Beck, 1987. pp. 585 e ss.; (ii) MÜLLER, Gerd. “*Vorausabtretung über gesellschaftsrechtliche Einzelsprüche und Übertragung der Mitgliedschaft*”, ‘in’ *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis* 1994. pp. 346 e ss.; (iii) VARELA, João de Matos Antunes. *Das Obrigações...*, Ob. Cit. pp. 317 e ss.; (iv) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 456-485; e (v) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 231-238.

⁶⁰ “O titular do direito expectativo é pré-titular do direito expectado. (...) A eficácia do direito expectativo é

titularidade de novos e futuros direitos. Por essa razão, enquanto os direitos futuros são os direitos expectados, ou seja, ainda não existentes e que sujeitam o cessionário aos riscos de insolência e exceções do cedente, os direitos expectativos são aqueles já constituídos, que garantem ao seu titular a possibilidade de aquisição dos direitos futuros deles decorrentes⁶¹, a exemplo do que ocorre com os Direitos Expectativos aos Dividendos (cf. Subcapítulo 3.2).

Dessa forma, não haveria que se falar, propriamente, em uma terceira teoria, que mesclas aspectos das duas anteriores. O que há, única e exclusivamente, é a Teoria da Transmissão, que poderá, no entanto, gerar resultados distintos a depender da natureza do direito que se busca transmitir. Se for ele o direito futuro expectado (p. ex. o Direito de Crédito de Dividendos futuros – relativos a exercícios sociais não encerrados ou ainda a se realizar – ou os direitos de crédito decorrentes de um negócio jurídico que ainda será celebrado), a transmissão não se opera até a efetiva existência do direito aguardado, sujeitando o cessionário aos riscos de insolência do cedente. Se, por outro lado, tratar-se de direito expectativo a tais direitos futuros (p. ex. o Direito Expectativo de Dividendos ou mesmo o direito expectativo aos créditos decorrentes de uma relação comercial já existente), a transmissão irá se concluir de forma imediata, uma vez que estaria a transferir direito já constituído e presente na esfera patrimonial do cedente, em decorrência do contexto jurídico que o cerca.

É nessa linha que se posicionam João de Matos Antunes Varela e Karl Larenz, conforme destaca Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: *“sempre que entre o cedente e o devedor cedido estiver já constituída ao tempo da cessão a relação contratual duradoura donde esses créditos hão-de surgir, o direito nascerá, em princípio, directamente na esfera do cessionário, “visto este ter adquirido desde logo, a partir da celebração da cessão, a expectativa jurídica, que é o gérmen do futuro crédito”*; se a transferência tiver por objecto

anterior e inconfundível com a do direito expectado. O direito expectado é futuro; ainda não tem efeitos: é efeito, êle-mesmo, que ainda não se produziu”. (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 348-349).

⁶¹ “(...) haverá que distinguir entre créditos futuros em relação aos quais já exista um fundamento de vigência (como os créditos que se poderão constituir em virtude da verificação de uma condição ou do vencimento de um termo, e ainda os créditos cuja futura constituição possa ser determinada em virtude de um negócio já celebrado) e os créditos futuros em que falte totalmente esse fundamento de vigência (como os que poderão resultar de negócios a celebrar futuramente). No primeiro caso, sustenta-se que o cedente transmitiria não apenas o crédito futuro, mas também uma expectativa da sua aquisição que já possuiria, pelo que o crédito acabaria por se constituir directamente na esfera do cessionário. No segundo caso, uma vez que não haveria qualquer negócio celebrado de onde o crédito possa resultar, já não poderia ocorrer qualquer transmissão de expectativas, pelo que o crédito adviria ao cessionário por via da titularidade do cedente, e apenas no momento em que se viesse a constituir” (Destques nossos) (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 435).

*créditos cujo contrato donde hão-de emergir ainda não foi sequer celebrado, os direitos nascem primeiro na esfera do cedente, só depois se transferindo para o adquirente.”*⁶² (Destaque nosso). De acordo com Karl Larenz⁶³, o direito futuro objeto da cessão nasceria direta e imediatamente na esfera patrimonial do cessionário sempre que existisse, no momento da cessão, uma base (*Grund*) (i) apta a ser transmitida a esse cessionário, sem condicionamentos ou restrições de eficácia, e (ii) capaz de dar fundamento ao surgimento dos direitos de crédito futuros almejados pelas partes. Essa *Grund* apenas seria verificada, segundo argumenta o professor de Munique, nos casos em que já há uma relação jurídica plenamente formada e duradoura (*Dauerschuldverhältnis*) – a exemplo do que se verifica em uma relação de fornecimento de bens e produtos já existente ou mesmo em uma companhia já constituída e plenamente operacional –, da qual decorrem perspectivas de aquisição (*Bestimmte Erwerbsaussicht*) de direitos de crédito futuros ou, pelo menos, expectativas a tais aquisições (*Anwartschaft*). Se estes direitos de crédito futuros não estiverem amparados pela *Grund*, seja ela formada pela perspectiva de aquisição ou pela expectativa a tal aquisição, não seria possível cogitar a existência de uma posição jurídica transferível de forma direta ao cessionário, sendo necessário reconhecer que o direito de crédito (futuro), ao nascer, surgiria primeiro na esfera patrimonial do cedente para, apenas posteriormente, ser transmitido ao cessionário.

Cabe observar que, em relação à teoria de Karl Larenz, não existe uma diferenciação quanto ao grau de probabilidade de surgimento do direito de crédito futuro e tão pouco uma avaliação da natureza jurídica específica da perspectiva ou da expectativa de aquisição do direito futuro. Sob essa lógica, portanto, até mesmo as simples expectativas de direitos (*Anwartschaft*) poderiam ser consideradas passíveis de cessão, dando fundamento ao surgimento do direito de crédito futuro diretamente na esfera patrimonial do cessionário. Esse entendimento, contudo, não é compartilhado por parte importante da doutrina estrangeira e brasileira, que continua a sustentar, em linha com o que já apresentamos ao longo deste trabalho, especialmente no Subcapítulo 3.2, que a simples expectativa não é objeto apto a ser cedido (e, muito menos, a proporcionar o surgimento de novos e futuros direitos).

Nesse sentido, pronunciou-se, na Alemanha, Dieter Medicus⁶⁴, para quem deveria

⁶² PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 464-465.

⁶³ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 465, Nota de Rodapé nº 909.

⁶⁴ MEDICUS, Dieter. *Schuldrecht II, Besonderer Teil*. 12ª Edição. Munique: C. H. Beck, 2004. p. 355, apud: 290

ser considerada a distinção entre a mera expectativa (*Anwartschaft*) e o direito expectativo (*Anwartschaftsrecht*). O segundo seria a expectativa juridicamente tutelável que decorre de uma relação jurídica já formada e plenamente eficaz, em relação à qual existe um elevado grau de possibilidade de aquisição do direito de crédito futuro pretendido pelas partes; enquanto a primeira não apresenta ainda os elementos mínimos de formação que permitirão o surgimento dos direitos de crédito futuros⁶⁵. Apenas nas hipóteses em que já existisse um verdadeiro direito expectativo é que seria possível contemplar a possibilidade de cedê-lo no momento presente, a fim de permitir ao cessionário a aquisição direta e imediata dos direitos de créditos futuros deles decorrentes. Se este direito não é verificado no caso específico, então a cessão teria que se dar em moldes de transferência de direito futuro, em relação à qual é preciso que o direito, ao surgir, passe primeiro pelo patrimônio do cedente, para posteriormente ser atribuído ao cessionário.

No Brasil, a questão foi analisada por Pontes de Miranda, para quem não há dúvidas que a cessão da simples expectativa é juridicamente impossível, sendo exigido, ao menos, a existência de um direito, ainda que expectativo, para que a sua transmissão imediata seja cabível: *“Discute-se se pode ser cedida a expectativa, isto é, transferida. Responderam afirmativamente E. Danz (Die Auslegung der Rechtsgeschäfte, 3ª ed., 189) e Eugen Josef (Die Anfechtung der Zuwendung, Jherings Jahrbücher, 66, 56), se irrevogável a estipulação (...); negativamente, G. Planck (Kommentar, II, 4ª ed., 425), por só admitir que se tratasse de cessão de direito futuro, para o caso de ser adquirido. O problema não pode ser resolvido no sentido de cessibilidade da expectativa simples, porque o objeto da cessão há de ser direito; mas insere-se em outro, o que torna ociosa a discussão dele antes da discussão do problema mais geral: Podem ser cedidos direitos futuros? (...) o direito futuro é cessível. (...) o que se cede é o crédito mesmo, embora futuro, e não a expectativa.”*⁶⁶. Apesar de a cessão de expectativas não ser possível e a cessão de direitos futuros requerer o nascimento do referido direito na esfera patrimonial do cedente, a fim de que se atribua eficácia ao negócio jurídico de disposição, Pontes de Miranda não deixa de reconhecer que, em existindo direito expectativo (*Anwartschaftsrecht*), este pode ser cedido, no momento

PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 466, Nota de Rodapé nº 909.

⁶⁵ Essa distinção é idêntica àquela apresentada por Pontes de Miranda, conforme tivemos a possibilidade de antecipar no Subcapítulo 3.2 deste trabalho.

⁶⁶ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 348-349.

presente, não havendo razão para se cogitar de uma eventual ineficácia dispositiva: “o direito expectativo é elemento do patrimônio do expectante, pode ser arrestado, penhorado, ou entrar em massa concursal, e se transmite entre vivos e causa morte.”⁶⁷. A única exigência para tanto é que o direito expectado, ou seja, o direito que poderá ser adquirido, diretamente, pelo titular do direito expectativo, seja também cessível⁶⁸. Este autor destaca ainda que “se o titular do direito expectativo cede o direito expectado [portanto, não o direito expectativo já existente], cede direito futuro.” (Inserção nossa)⁶⁹, deixando clara a distinção entre a cessão de um direito expectativo presente, cuja eficácia dispositiva é imediata, em relação a de um direito expectado futuro, cuja eficácia dispositiva é diferida. Nesse mesmo sentido, posicionou-se, ainda, Gustavo Haical⁷⁰.

Pois bem, em linha com o que vem sendo afirmando pela doutrina, é possível concluir que, nos casos dos direitos aos dividendos, existem três situações distintas: (i) Direitos de Crédito de Dividendos presentes; (ii) Direitos de Crédito de Dividendos futuros; e (iii) Direitos Expectativos aos Dividendos.

Quanto ao primeiro, não há qualquer dificuldade, seja sobre a sua existência, seja sobre os efeitos que resultam de sua cessão.

Em relação aos demais, há que ser observado algumas particularidades. O acionista, pelo simples fato de ser proprietário de ações de uma companhia e compor, portanto, uma sociedade cujos fins são necessariamente lucrativos, já dispõe em seu patrimônio pessoal, de maneira inerente à participação societária que detém em referida companhia, um direito expectativo a vir a se tornar titular de direitos de crédito relativos aos rendimentos econômicos a serem distribuídos de tempos em tempos. Esse direito, conforme se

⁶⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 354.

⁶⁸ “Os direitos expectativos são transferíveis se o são os direitos expectados.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 402).

⁶⁹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 237.

⁷⁰ “A cessão de crédito futuro só será eficaz se o crédito vier a existir. A cessão de crédito futuro não pode ser confundida com a cessão na qual a existência do crédito pende uma condição suspensiva. No último caso, quando da conclusão da cessão de crédito entre o cedente e o cessionário não se transfere ao cessionário o crédito, porque este ainda não existe, mas o direito expectativo. Com isso, quando do implemento da condição suspensiva, como o direito expectativo, encontra-se na esfera do cessionário, o crédito, ao contrário do que se passa na cessão de crédito futuro, não perpassará pelo patrimônio do cedente, pois nasce no patrimônio do cessionário. Ademais, a cessão de crédito futuro não é condicional. A cessão de crédito futuro pressupõe, ao tempo da conclusão, a inexistência do crédito, enquanto na cessão de crédito sujeito à condição suspensiva a transferência do crédito existente está sujeita a evento futuro e incerto.” (Destaque nosso) (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 30).

demonstrou no Capítulo III, pode ser destacado da ação, da mesma forma que era no caso das antigas ações ao portador (quando o mecanismo dos cupões de dividendos podia ser amplamente utilizado), desde que exista determinabilidade em relação aos direitos futuros de crédito de dividendos que se pretende permitir que o cessionário, ao receber o direito expectativo aos dividendos, possa vir a se tornar titular diretamente, sem sofrer interferências relativas a mutações, exceções e riscos decorrentes do patrimônio do cedente. Dessa forma, diferentemente de outros casos, em que o cedente não dispõe de qualquer direito expectativo prévio à existência do direito expectado, o acionista e o seu pretense cessionário podem convencionar a cessão, desde logo, do direito expectativo relativo a certos e determinados direitos futuros de dividendos, e não apenas dos direitos de crédito futuros propriamente ditos (se e quando formados), tal como se observa em situações em que, p. ex., a relação comercial da qual os direitos de créditos futuros decorrerão sequer foram constituídas.

Nesse mesmo sentido, coloca-se Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, para quem os negociantes de um direito futuro poderão escolher se desejam que o seu surgimento se dê de maneira direta no patrimônio do cessionário ou se, ao contrário, preferem que ele, primeiramente, circule pela esfera patrimonial do cedente antes de ser transmitido de forma definitiva⁷¹. Evidente que essa escolha não se aplica em toda e qualquer situação, mas apenas naquelas em que se possa confirmar a existência de um legítimo direito expectativo (e não uma simples expectativa) a um direito de crédito futuro. Tais hipóteses, por consequência lógica, ocorrem somente nas relações jurídicas já formadas e duradouras – a exemplo do que se verifica nos casos dos acionistas das companhias em relação aos futuros Direitos de Crédito de Dividendos –, e não nas situações que o cedente ainda pretende vir a constituir ou fazer parte no futuro.

⁷¹ “(...), o direito só será adquirido imediatamente, sem passar pela esfera do cedente no momento do seu nascimento, quando o cedente seja já titular de uma posição jurídica mínima suscetível de transmissão autónoma, e a vontade das partes seja no sentido da sua transferência imediata. Isto é: opera-se de imediato a transferência dessa situação (a expectativa de aquisição) para o cessionário (que a adquire – aquisição derivada), porque a posição em si é transmissível e essa é a vontade dos contratantes. O direito, mais tarde, se e quando nascer, emergirá directamente na esfera jurídica deste. O objeto da negociação é a expectativa. (...) Consequentemente, a resposta mais congruente com os dados normativos expostos parece ser a de que, situando-nos em pleno campo de actuação da autonomia privada, a decisão quanto a saber se o direito quando nascer entre directamente na esfera do cessionário, dentro dos limites fixados pela lei (...), ou se tem que passar pelo patrimônio do cedente, deverá, em princípio, ser deixada às partes. Todavia, os contraentes só poderão recorrer à transferência imediata quando o cedente seja já titular de uma posição jurídica que seja de imediato transmissível ao cessionário, e onde depois radicará o direito a nascer. Dito de outra forma: só se o alienante for já titular de uma expectativa jurídica à aquisição do crédito pode ele transmitir essa posição, a expectativa, de imediato ao adquirente, que adquirirá depois o direito, se e quando ele vier a nascer, directamente na sua esfera jurídica.” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 472-475).

Essa faculdade atribuída aos acionistas apresenta enorme vantagem, pois garante a ele e aos seus respectivos cessionários que os futuros Direitos de Crédito de Dividendos resultantes de suas ações possam surgir diretamente na esfera patrimonial dos respectivos cessionários, vez que decorrem não de um fato incerto e sem respaldo jurídico, mas diretamente do Direito Expectativo aos Dividendos que se encontra inerente à ação e que pode ser cedido a terceiros, desde que observadas as condições estabelecidas no Subcapítulo 3.4 deste trabalho. É claro que, por vontade das partes, eles podem ter por foco apenas os direitos expectados (Direitos de Crédito de Dividendos futuros) como objeto de sua cessão, uma vez que não há nada que os obrigue a escolher o direito já existente (expectativo). No entanto, neste caso, a titularidade sobre os direitos dar-se-á apenas quando de sua formação, enfraquecendo sobremaneira a garantia e permitindo, por consequência, que o contrato de cessão fiduciária seja rescindido pelo administrador da falência, no caso de insolvência do cedente (art. 117 da Lei de Falência e Recuperação).

Dessa forma, colocando a teoria em perspectiva, temos os seguintes cenários para as transferências dos direitos aos dividendos:

Quadro 7.2.4 – Efeitos da Cessão dos Direitos Relativos aos Dividendos

Direitos Relativos aos Dividendos			
Perfil	Possibilidade de Cessão	Efeitos e Momento da Cessão Perante Terceiros	Crítérios de Determinação
Direito de Crédito de Dividendos Presente (dividendos já deliberados)	Sim.	Imediata, no ato da cessão. O cessionário adquire, desde logo, os próprios Direitos de Crédito de Dividendos, nos termos em que foram declarados e reconhecidos pela assembleia geral da companhia.	Indicação da companhia devedora, das ações das quais decorrem os dividendos cedidos, bem como dos valores e períodos de pagamento definidos pela assembleia geral.
Direito de Crédito de Dividendos Futuros (dividendos por deliberar)	Sim, se determinável o horizonte da cessão.	A transferência dos direitos futuros se aperfeiçoa apenas no momento de seu efetivo surgimento. Enquanto pendente seu surgimento, há mera obrigação de cessão futura, não oponível a terceiros. O contrato de disposição fica, portanto, sem eficácia até o surgimento do direito (expectado) futuro.	Indicação da companhia devedora, das ações das quais decorrem os dividendos, bem como da adoção de algum horizonte quantitativo futuro (tempo ou valor) para sua estimação.
Direito Expectativo aos Dividendos	Sim, se determinável e destacado da ação em caráter não definitivo.	A transferência do direito expectativo opera-se de forma imediata, no momento da celebração do contrato de cessão. Uma vez transmitido, garante ao cessionário a posição jurídica para se tornar, diretamente, titular dos futuros direitos de crédito de dividendos que vierem a ser	Indicação da companhia devedora, das ações das quais decorrem os dividendos, bem como da adoção de algum horizonte quantitativo futuro (tempo ou valor) para sua estimação.

		constituídos dentro dos parâmetros quantitativos e temporais de sua determinabilidade.	
--	--	--	--

O entendimento de que o Direito Expectativo aos Dividendos inerente à posição do acionista é transmissível a terceiros – de forma a permitir que este terceiro venha a adquirir, diretamente, os Direitos de Crédito de Dividendos que sejam oportunamente constituídos ao longo de um determinado período de tempo, ou até a satisfação de um determinado valor –, além de encontrar sólido respaldo na teoria jurídica, é também amplamente aceito pela doutrina estrangeira.

Conforme manifesta Filipe Cassiano dos Santos, “*o acionista, pelo simples facto de o ser, é, em princípio, titular de uma expectativa juridicamente tutelada [direito expectativo] que incide sobre os lucros de balanço como coisa futura, a qual, com a formação destes, se torna direito subjectivo [de crédito].*” (Inserções nossas)⁷². A partir da caracterização do direito expectativo (expectativa juridicamente tutelada) do acionista aos dividendos, este autor sustenta que o direito abstrato aos lucros sociais, tal como descrito no Capítulo II deste trabalho, é sempre elemento incindível da participação societária. Por sua vez, o direito aos dividendos por deliberar, que preferimos referir como Direito de Créditos de Dividendos futuros, seria alienável sem a participação social, nos mesmos termos em que se admite a cessão de direitos ou créditos futuros, ou seja, com sua eficácia dispositiva pendente da verificação do surgimento do direito. E, por fim, o autor destaca, ainda, ser cindível também “*a expectativa juridicamente [Direito Expectativo aos Dividendos] tutelada que se desprende da participação social, reportada a cada exercício social e incidente sobre o lucro a apurar, assim como o será, numa fase posterior, o direito condicionado que surge com a formação do lucro.*” (Inserção nossa)⁷³. Essa visão considera que, “*ao contrário do que acontece nas normais situações de créditos futuros, em que não só o direito é futuro como não há mais do que uma simples expectativa de facto de que o direito se venha a formar (...), no caso de alienação de acção após a cessão do crédito do crédito futuro ocorrida ainda antes do encerramento do exercício o acionista aliena também já o embrião de juristema.*” (Destaque nosso)⁷⁴. Por “embrião de juristema”, o autor refere-se à posição que permitirá o cessionário adquirir, diretamente, os Direitos de Crédito de

⁷² CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. pp. 105-106.

⁷³ CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. p. 116.

⁷⁴ CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista...*, Ob. Cit. p. 117.

Dividendos que vierem a se formar, futura e periodicamente, de acordo com os limites e determinações fixados pelas partes⁷⁵.

Nesse mesmo sentido, posicionou-se também Luís Manuel Teles de Menezes Leitão⁷⁶, ao analisar a questão sob a perspectiva da alienação e da penhora da participação societária realizadas posteriormente à cessão dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros a ela relativos.

De acordo com este autor, tem sido há muito difundido na Alemanha o chamado “dogma da prioridade da disposição societária” (*Dogma der Vorrang der Stammrechtsverfügung*), que prega uma ligação bastante estreita entre as pretensões à distribuição de rendimentos econômicos, de um lado, e a liquidação ou alteração da posição societária, de outro. Nesses termos, as cessões referentes aos rendimentos societários futuros realizadas pelo acionista seriam ineficazes em relação ao adquirente das respectivas participações societárias, caso, ao tempo das transferências destas últimas, os direitos futuros relativos aos dividendos cedidos ainda não tivessem sido formados. O mesmo ocorreria na hipótese de um penhor ou de uma penhora de participação societária, que deveriam, devido à sua maior amplitude (uma vez que recaem sobre a participação societária em sua integralidade), prevalecer em relação à cessão futura dos dividendos realizada pelo acionista em momento anterior. Não se estabeleceria, assim, uma prioridade temporal entre essas várias disposições ou gravames reais, mas, antes, uma preferência à preservação integral da participação social, com todos os direitos presentes e futuros a ela inerentes.

Essa posição adotada pelos tribunais alemães, no entanto, não passou ilesa a críticas por parte da doutrina, vindas, em especial, de Wolfgang Marotzke⁷⁷ e Christian Armbrüster⁷⁸, para quem a mera proximidade do penhor ou da penhora em relação à participação societária não deveria ser motivo forte o suficiente para afastar a eficácia das disposições dos direitos de crédito futuros decorrentes das ações, conforme anteriormente realizadas. O dogma da prioridade da disposição societária, portanto, ao não garantir o

⁷⁵ Em sentido próximo ao apresentado por Filipe Cassiano dos Santos, conferir também, no contexto do Direito italiano: PETTITI, Domenico. *Contributo allo Studio...*, Ob. Cit. pp. 153-155.

⁷⁶ MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 437-439.

⁷⁷ MAROTZKE, Wolfgang. *Zwangsvollstreckung in Gesellschaftsanteile nach Abspaltung der Vermögensansprüche (Zugleich eine Kritik am Dogma vom ‘Vorrang der Stammrechtsverfügung’)*, em ZIP 1988. pp. 1509-1525, apud: MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 438.

⁷⁸ ARMBRÜSTER, Christian. *Abtretung Künftiger Gesellschaftsrechtlicher Vermögensansprüche bei AnschlieBenden Verlust der Gesellschafterstellung*, em NJW 1991. pp. 606-608, apud: MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 438

surgimento dos direitos de crédito futuros decorrentes da participação societária de forma direta e imediata na esfera patrimonial do cessionário, obrigando este último a buscar, conseqüentemente, eventuais perdas e danos em face do acionista original (cedente), aproximar-se-ia da Teoria da Transmissão⁷⁹.

Por sua vez, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, apesar de concordar com os pressupostos da Teoria da Transmissão, argumenta que as críticas formuladas por Wolfgang Marotzke e Christian Armbrüster são procedentes, o que faz nas seguintes bases: *“Não nos parece, porém, que haja justificação para atribuir prioridade à disposição societária sobre a disposição dos rendimentos futuros relacionados com essa mesma participação. Efectivamente, dado que ambas constituem negócios de disposição, a aplicação do princípio nemo plus iuris implica que a segunda disposição não possa afectar uma disposição previamente realizada. Assim, se o cedente já dispôs dos rendimentos futuros de uma participação social, previamente a ter disposto dessa mesma participação social, é o primeiro adquirente e não o segundo o titular desses rendimentos.”*. A posição deste autor apenas se justifica, de forma coerente com a Teoria da Transmissão por ele defendida, porque entende ele também que, em casos como o do acionista perante a companhia, ou mesmo de um vendedor perante um contrato já celebrado, já existe um direito expectativo que garante ao seu titular a possibilidade de se tornar, diretamente e de forma desvinculada da relação base que lhe originou, os direitos futuros de crédito a ele relativos⁸⁰.

7.2.5. Eficácia imediata da cessão fiduciária dos Direitos Expectativos aos Dividendos

Por todo o exposto, apesar de ser possível às partes realizar a cessão apenas dos Direitos de Créditos de Dividendos futuros, tal escolha se revela juridicamente frágil, visto que o contrato de cessão fiduciária que os toma por objeto não teria qualquer eficácia

⁷⁹ O que iria de encontro à corrente doutrinária alemã, a qual se inclina, em relação ao momento da cessão de direitos futuros, de forma majoritária, para os pressupostos da Teoria de Imediação.

⁸⁰ Nas palavras do próprio autor: *“Tal corresponde a um enquadramento dogmático diferente do regime da condição, parecendo, por isso, correcto qualificar a situação [cessão de créditos futuros] como venda de expectativas jurídicas [direito expectativo], no caso em que a constituição do crédito já tenha uma causa jurídica, ou como venda de esperanças [expectativas de direito], no caso contrário.”* (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 404). Pela conclusão do autor em relação às disposições dos rendimentos societários, que seriam oponíveis aos posteriores adquirentes das ações, parece ele seguir o entendimento de que na participação societária detida pelo acionista há expectativas jurídicas, direitos expectativos, direitos eventuais ou direitos a adquirir novos e futuros direitos (o nome pouco importa) passíveis de cessão.

translativa e constitutiva de direitos reais – e, portanto, não constituiria a garantia real pretendida pelas partes – até que tais direitos viessem a ser plenamente formados, de acordo com os procedimentos societários e contábeis aplicáveis.

Diferente situação se passa com o Direito Expectativo aos Dividendos, o qual, por ser um direito existente e cujo conteúdo remete à aquisição de novos e futuros direitos, será imediatamente transmitido ao credor, assim como também serão, independentemente do momento em que forem auferidos, os Direitos de Crédito de Dividendos que venham dele a emergir no futuro. Afinal, a cessão do direito expectativo implica também a cessão da posição jurídica da qual decorrem os direitos de créditos futuros, posição jurídica esta que pode ser destacada da ação, sem que isso represente uma cisão ilegítima ou em desacordo com o art. 28 da LSA. Justamente por essa razão, os antigos cupões de dividendos (art. 26 da LSA), ao serem destacados das ações e negociados de maneira autônoma a elas, não apenas permitiam ao seu detentor se tornar titular dos Direitos de Créditos de Dividendos referentes ao período ou aos montantes indicados no cupão, como também, uma vez destacados, constituíam título de crédito (de direito eventual ou expectativo ao crédito de dividendo⁸¹), oponíveis a terceiros, incluindo, principalmente, os credores do acionista cedente e os adquirentes das ações já destacadas dos respectivos cupões⁸².

Tendo em vista a sutileza da matéria e também a evidente preferência que os credores darão à cessão dos Direitos Expectativos aos Dividendos, em detrimento da cessão dos meros Direitos de Crédito de Dividendos futuros, parece plausível admitir a aplicação do disposto no art. 170 do CCBra para os contratos de cessão fiduciária de dividendos já celebrados. Isso significa que, exceto nos casos em que as partes tenham sido expressas no sentido de que pretendiam realizar uma cessão de direitos futuros, na qual o cessionário se tornaria titular do direito cedido apenas quando ele viesse a surgir, nos demais deve-se capturar a real intenção das partes e interpretá-los como sendo uma cessão de Direitos Expectativos aos Dividendos. Essa seria a única solução possível em linha com o tipo de segurança que essa garantia real requer.

7.3. Transferência e Extinção da Cessão Fiduciária em Garantia

Até que se verifique a existência do direito a ser cedido e o registro do negócio

⁸¹ ASCARELLI, Tullio. *Teoria Geral dos...*, Ob. Cit. p. 251.

⁸² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito...*, Ob. Cit. p. 326.

jurídico, o contrato de cessão fiduciária de direitos do acionista aos dividendos (expectativos ou de créditos) não transfere a titularidade sobre os referidos direitos ao credor. Há, neste cenário, apenas título de aquisição/transferência da titularidade fiduciária, não sendo possível se falar de qualquer direito de caráter real que passe a ser detido pelo cessionário fiduciário ou pelo cedente fiduciante. Dessa forma, as partes poderão ceder suas respectivas posições contratuais, observado o disposto nos arts. 286 a 303 do CCBra.

No entanto, após a formalização da transferência do direito aos dividendos (expectativos ou de créditos), o contrato de cessão fiduciária perde a sua função de título de aquisição de direitos. Passa a existir, tão somente, a titularidade fiduciária sobre os direitos cedidos, que fica na esfera patrimonial do credor, e o direito real à retomada da plena titularidade sobre os referidos direitos⁸³, que fica no patrimônio pessoal do devedor fiduciante. Por essa razão, neste momento em diante, não há mais que se cogitar de cessão da posição contratual, mas apenas da cessão dos respectivos direitos reais criados e/ou transferidos a partir dela.

Já a extinção do contrato de cessão fiduciária em garantia – ao menos em sua função translativa e constitutiva – opera-se justamente com o surgimento dos direitos reais antes referidos. Mas afirmar que ocorre a extinção do contrato com o surgimento da garantia real não significa que a integralidade de seu conteúdo deixe de ser aplicável. Afinal, como visto neste Capítulo, há uma série de cláusulas relevantes no contrato, cuja função é estabelecer vínculos obrigacionais que deverão vigorar, entre credor e devedor, ao longo de toda a existência da garantia, a fim de determinar a sua funcionalidade. Por essa razão, as demais disposições contratuais, que estabelecem esses vínculos obrigacionais entre as partes (p. ex. a cláusula de trava bancária), continuam aplicáveis, até que a garantia real em si mesma seja extinta.

Por fim, cabe destacar também que a extinção do contrato de cessão fiduciária pode ser verificada previamente ao surgimento de qualquer direito real. É o que ocorreria, por exemplo, no caso do pagamento integral da dívida antes do registro do contrato de cessão fiduciária.

⁸³ Direito real este que o Decreto nº 12.283, de 25 de setembro de 2014, emitido pelo Governo do Estado do Paraná com a finalidade de regulamentar as garantias a serem concedidas pelo Estado no âmbito de suas PPPs, denomina, em seu art. 13, § 2º, de “*direito real de retroaquisição*”. Voltar-se-á a este tema do Subcapítulo 9.1.

TÍTULO III
A CESSÃO FIDUCIÁRIA DO DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS
NO DIREITO PRIVADO BRASILEIRO

PARTE III
TITULARIDADE FIDUCIÁRIA EM GARANTIA:
O DIREITO DO AÇIONISTA AOS DIVIDENDOS COMO GARANTIA REAL

CAPÍTULO VIII: NATUREZA JURÍDICA DA TITULARIDADE FIDUCIÁRIA

Conforme destacado ao longo da Parte II deste trabalho, após a formalização do registro e da verificação da plena formação do direito que lhe serve de objeto, deixa de existir o contrato de cessão fiduciária, para nascer a titularidade fiduciária em garantia.

No entanto, tal situação não significa que o instrumento contratual subjacente ao referido negócio jurídico perca por completo sua funcionalidade estruturante em relação à garantia real que dele se origina. Afinal, muitos aspectos que repercutem diretamente no funcionamento, na excussão e na retransmissão/retrotransmissão da titularidade fiduciária podem ser negociados, no plano meramente obrigacional, entre o cedente fiduciante e o cessionário fiduciário, sem que isso descaracterize, necessariamente, a natureza jurídica da garantia. Tais acordos – como é de se esperar – estarão refletidos no contrato de cessão fiduciária, razão pela qual a convivência em paralelo entre os compromissos assumidos pelas partes (plano do direito obrigacional) e os efeitos estabelecidos em lei para a regulação da garantia (plano do direito das coisas) será uma realidade constante ao longo de todo o período de vigência da titularidade fiduciária.

A fim de se analisar a maneira como a titularidade fiduciária (em garantia) sobre direitos será exercida pelo respectivo credor (o cessionário fiduciário), em cada um dos possíveis momentos relevantes pelos quais passa a garantia, será preciso, primeiramente, delimitar a sua natureza jurídica, bem como traçar as principais características de sua estrutura, inclusive no que se refere aos efeitos dos vínculos obrigacionais mais comuns firmados entre os contratantes.

8.1. A Natureza Jurídica da Titularidade Fiduciária

Foi frequente a referência que fizemos neste trabalho ao direito de crédito ou a qualquer outro direito patrimonial (em especial, os Direitos de Créditos de Dividendos e os Direitos Expectativos aos Dividendos) como sendo o *objeto* da cessão fiduciária e, por consequência, o *objeto* da titularidade fiduciária dela decorrente. Essa perspectiva tende a atribuir aos direitos pessoais patrimoniais um caráter de *direito real* – ou seja, de *bens* que são transacionados entre os indivíduos com a finalidade de alterar a *situação patrimonial* específica de cada um deles – e não de *vínculos jurídicos* resultantes de relações obrigacionais estabelecidas entre o cedente (credor original dos direitos cedidos) e os

terceiros com quem este venha, voluntariamente ou não, a se relacionar (devedores originais dos direitos cedidos)¹.

A razão para isso decorre do fato de que, muito embora a cessão de direitos – em relação à qual a cessão fiduciária em garantia, típica ou atípica, coloca-se como uma de suas possíveis espécies – esteja tradicionalmente regulada no campo relativo ao Direito das Obrigações no CCBra (mais especificamente, no contexto da “Transmissão de Obrigações”)², ela contempla, na realidade, verdadeira forma de transmissão de riquezas entre os indivíduos, razão pela qual a doutrina, tanto brasileira quanto estrangeira, reconhece, de maneira categórica, a natureza de negócio jurídico de disposição (ou transmissão) para a cessão de direitos³. Ademais, essa mesma doutrina reconhece os direitos de crédito como “coisas”, ou seja, como elementos de caráter patrimonial que são passíveis de transmissão e podem, por consequência, ser o centro de eventuais conflitos acerca de sua titularidade, a exemplo do que pode se passar com qualquer outro bem (ou direito real) integrado ao patrimônio das partes. Sob esta ótica, já se manifestava, por exemplo, Pontes de Miranda⁴, para quem o conceito de propriedade abarcaria diversos sentidos possíveis, sendo um deles – considerado o mais amplo – aquele que determina ser a propriedade o conjunto de tudo que se pode ter como próprio, o que contemplaria, também, todos os direitos de crédito ou

¹ Ao analisar a situação jurídica específica do instituto da cessão de direitos, Maria de Assunção Oliveira Cristas destaca, a nosso entender com absoluta razão, que: “*Nesta perspectiva [qual seja: de transmissão], o direito de crédito é o objeto do contrato, não a consequência do mesmo. A afirmação de que os créditos anteriores não adquirem qualquer prevalência sobre os posteriores é verdadeira fora deste contexto. É verdadeira quando se pensa na constituição sucessiva de obrigações. Quando se discute o problema da transmissão do direito de crédito, no entanto, não se trata de hierarquizar ou não direitos de crédito ou de, quando exista uma identidade entre objecto da prestação e objecto do direito real, fazer ceder os direitos de crédito no confronto com direitos reais. Trata-se sim de assumir o direito de crédito enquanto activo patrimonial.*” (Acréscimo e destaques nossos) (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 454).

² O mesmo se passa em outros ordenamentos jurídicos: “*Por seu turno, a doutrina alemã, sobretudo, mas não exclusivamente [aqui inclui-se também a doutrina italiana, que, representada por Aldo Dolmetta (DOLMETTA, Aldo. *La cessione dei crediti: dalla disciplina codicista alla novela 52/1991*, ‘in’ *La cessione dei crediti d’impresa*, editado por Giovanni Tatarano. Napoli: Edizione Scientifiche Italiane, 1995. p. 287), entende ser a cessão de crédito um ato de disposição voluntário de direitos, razão pela qual deve ser aproximada à alienação de direitos reais e não às categorias de substituição subjetiva das relações obrigacionais], chama a atenção repetidas vezes para a circunstância de a matéria de cessão de créditos estar regulada junto do direito das obrigações, quando, na verdade, dogmaticamente pertence aos direitos reais. Assim, no seu entender, a regulação da cessão de créditos deveria, em bom rigor, figurar na parte dos negócios reais de disposição, sendo adotada a expressão “direito realizado” (“dingliches Recht” ou “sachenliches Recht”) ou a referência a “realização de direitos obrigacionais” (Verdinglichung Obligatorischer Rechte) ou “realização de créditos” (Verdinglichung der Forderung) para exprimir a circunstância de os direitos de crédito, à semelhança dos direitos reais, serem passíveis de disposição, sendo o seu valor transmissível a terceiros.*” (Acréscimo nosso) (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 454).

³ Por todos, ver: PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 348 e ss.

⁴ Nesse sentido, rever Subcapítulo 5.1, em especial Nota de Rodapé nº 25.

direitos patrimoniais em geral, cuja titularidade seja oponível *erga omnes* e fique submetida, especialmente em razão das regras de registro para sua eficácia perante terceiros (art. 221 do CCBRa)⁵, ao princípio da prioridade das disposições.

Essa mesma qualificação jurídica atribuída aos direitos de crédito (como elementos do patrimônio) é muito mais facilmente identificável nos sistemas jurídicos do *common law*. Nestes, o conceito de “*personal property*” engloba todos os bens corpóreos ou incorpóreos, abrangendo, portanto, também os direitos de crédito, a ponto de se afirmar que “*a contract right is one kind of property*” <um direito contratual/obligacional é um tipo de propriedade> (Tradução livre)⁶. Sem surpresa ser este, justamente, o pressuposto que parece guiar os atuais defensores de um futuro Código Civil europeu⁷.

Ao se compreender que, em uma negociação de transmissão, fiduciária ou definitiva, o que está em causa não é o vínculo obrigacional característico da relação que dá origem ao direito cedido, mas o direito como bem passível de transmissão em si mesmo, fica evidente que o contrato de cessão assume uma eficácia dispositiva real (juri-real - *Abtretung*). Isso significa, portanto, que o contrato de cessão fiduciária – em garantia – irá transferir ao cessionário a titularidade sobre certos direitos, passando estes a integrar o seu patrimônio pessoal, em detrimento do patrimônio do cedente, até que a finalidade concebida para esta transferência tenha sido satisfeita (qual seja: a dívida garantida ter sido inteiramente adimplida ou ter sido quitada, total ou parcialmente, mediante a excussão de todos os direitos transferidos em garantia ao credor). Não é errado, portanto, falar-se que, diante da

⁵ “Há, na verdade, uma tendência para a aproximação dos direitos de crédito e de direitos de outra natureza aos direitos reais, porquanto aqueles são entendidos como activos de determinado património, porque se objectivam com valor próprio e autónomo. Os sistemas de registro de cessão de créditos são reveladores desta mesma tendência de aproximação à riqueza imobiliária, consequência da valorização crescente da riqueza mobiliária nas economias modernas.” (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. pp. 455-456).

⁶ FARNSWORTH, E. Allan. *Farnsworth on Contracts*. Vol. III. 2ª Edição. New York: Aspen Publishers, 1998. p. 450, apud: CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 450.

⁷ “Pensando em sede de construção de um código civil europeu, explica-se que “*property ownership*” deve ser entendida latamente, abarcando não apenas a propriedade absoluta (*full ownership*), mas também direitos de propriedade limitados (*limited proprietary rights*), como o usufruto ou direitos de garantia, e ainda, e mais importante, não se circunscrevendo à titularidade de coisas corpóreas, antes englobando direitos relativos a bens incorpóreos como créditos pecuniários e, especialmente, direitos sobre a propriedade intelectual [DROBNIG, Ulrich. *Property Law in a Future Civil Code, Um Código Civil para a Europa*. Coimbra: Coimbra, 2002. pp. 103-115]. (...) Aproveita ainda para explicar que a construção do direito alemão, que cinge a propriedade a coisas corpóreas (§ 90 BGB), foi criticada desde o início, reconhecendo-se actualmente que a função típica da propriedade – atribuição de um bem – como um crédito pecuniário ou um direito de propriedade intelectual também deve ser considerada e tem sido através das regras relativas a bens incorpóreos (*intangibles*).” (CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual...*, Ob. Cit. p. 451).

consumação dispositiva do contrato de cessão fiduciária, o cessionário, ao receber os direitos cedidos, passa a ser o *proprietário fiduciário* de tais direitos ou, em um sentido mais restrito, o seu *titular fiduciário*. Afinal, estes direitos passarão a integrar a sua esfera patrimonial, como qualquer outro bem, e gozarão de caráter absoluto e preferencial em relação à pretensão de todos e quaisquer terceiros, incluindo os demais credores do cedente.

Por essa razão, a propriedade (ou titularidade) fiduciária sobre direitos, com fins de garantia, é um *direito real*, não havendo qualquer surpresa que tal qualificação chegue a ser expressamente atribuída pelo Direito positivo, a exemplo do que faz o art. 17, § 1º, da Lei nº 9.514/1997. No entanto, mesmo que assim não fizesse, é irrefutável, em linha com o que já vem sendo afirmado pela doutrina mais abalizada, que os direitos de crédito ou patrimoniais em geral, no momento em que se desprendem das relações ou contratos dos quais são decorrentes, assumem a função de riquezas transacionáveis, que, mesmo sob a condição e finalidade de servirem de garantia a uma certa obrigação pecuniária, aderem ao patrimônio do cessionário, passando a integrá-lo no instante em que são transmitidos⁸.

A atribuição de caráter real à titularidade fiduciária sobre direitos não é exatamente estranha ao nosso ordenamento jurídico, uma vez que os arts. 1.451 e ss. do CCBra também preveem a possibilidade da constituição de um *direito real de garantia típico* (penhor) sobre direitos e títulos de crédito em geral. A diferença (bastante elementar e de fundamental relevância) neste último caso é que o direito real constituído (penhor) recai sobre um bem (direito ou crédito) de titularidade de um terceiro (o devedor cujo bem foi gravado com a garantia real constituída); enquanto que, no contexto da titularidade fiduciária, ela recai sobre um bem ou direito que passará a pertencer ao próprio credor e, por consequência, a fazer parte integrante do conjunto de propriedades (em sentido *amplíssimo*) deste último.

Mas a pergunta que agora se coloca é a seguinte: que tipo de direito real é este formado a partir da titularidade fiduciária sobre direitos de crédito ou patrimoniais em geral? A resposta a esta indagação exige a separação entre a titularidade fiduciária resultante dos negócios jurídicos fiduciários, em sentido técnico ou do tipo germânico, de um lado, e a titularidade fiduciária decorrente dos negócios jurídicos típicos, de outro.

Titularidade Fiduciária Decorrente de Negócio de Disposição Típicos. Em relação à titularidade fiduciária decorrente do art. 1.361 do CCBra, do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e dos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997, trata-se, em linha com o que já fora exposto por

⁸ Aceitando o caráter de direito real da titularidade fiduciária sobre direitos, conferir, no Brasil: (i) CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 356; (ii) SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 57; e (iii) COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Civil*. 4ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 239.

José Carlos Moreira Alves⁹, de uma garantia real típica, que não se confunde nem com a propriedade plena sobre os direitos cedidos, nem com quaisquer dos tradicionais direitos reais de garantia típicos (penhor, anticrese e hipoteca).

Conforme Pontes de Miranda, as garantias reais podem ser separadas em dois grupos¹⁰. No primeiro, concentram-se os direitos de propriedade (em sentido estrito¹¹) e os direitos reais limitados de fruição (a exemplo do uso ou do usufruto) constituídos em benefício dos credores, mediante a celebração de um negócio fiduciário em sentido técnico ou do tipo germânico. Tratam-se, portanto, de direitos reais que, por força da vontade das partes, assumem finalidades ulteriores, distintas daquelas para os quais foram originalmente concebidos. Assim ocorre, por exemplo, com a propriedade e o usufruto constituídos com fins de garantia. Ambos atribuem direitos e prerrogativas aos seus respectivos titulares muito mais fortes do que exige o fim (em garantia) por eles desejado. Por isso, concomitantemente à constituição ou atribuição desse direito real, as partes convencionam uma obrigação de devolução (retransmissão) do referido direito (negócio fiduciário em sentido técnico) ou estabelecem uma cláusula resolutiva da propriedade (negócio fiduciário do tipo germânico), de forma que, no momento da liquidação definitiva e integral da obrigação pecuniária que tenha motivado a concessão da garantia, os bens ou direitos transferidos em propriedade, ou atribuídos em usufruto, sejam restituídos, em sua condição plena, ao devedor. Por essa razão, a esse primeiro grupo, Pontes de Miranda empregou a denominação de “*direitos reais EM garantia*”, de forma a destacar o fato de que todas as funcionalidades típicas do direito real escolhido pelas partes – a despeito de transcenderem o fim específico por elas pretendido – foram colocadas em prol da garantia e devem ser orientadas a esse fim, muito embora tal orientação possa nem sempre ser seguida pelo credor, fato este que acabará por sujeitar o devedor aos tradicionais riscos decorrentes dos negócios fiduciários¹². Esses riscos são mais evidentes no caso de um negócio fiduciário em sentido técnico, no qual não existe uma

⁹ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 153-168.

¹⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXI (atualizado por Nelson Nery Jr. e Camargo Penteado), Ob. Cit.

¹¹ A propriedade em sentido estrito é aquela contemplada no art. 1.225, I, do CC/Bra, a qual garante ao seu titular o direito de usar, gozar e dispor da coisa ou do direito da forma que melhor lhe aprouver, observadas, no entanto, as limitações legais e consensuais eventualmente existentes em relação a tal propriedade.

¹² “*Os direitos reais em garantia nada mais são do que direitos reais plenos (a propriedade plena) ou direitos reais limitados de gozo (assim, o usufruto), que, em virtude de negócio fiduciário do tipo romano ou do tipo germânico, se transferem (o próprio direito, ou, conforme o caso, seu exercício) ao credor para, sem perderem suas características próprias, garantirem o crédito.*” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 154).

condição jurídica determinante para a restituição do bem ou do direito ao devedor (cedente fiduciante), sendo, no entanto, praticamente eliminados nas hipóteses de um negócio fiduciário do tipo germânico, no qual a cláusula resolutiva da titularidade sobre o direito transferido em favor do credor garante a restituição (retrotransmissão) plena do bem em benefício do devedor, tão logo seja satisfeita a condição prevista. É justamente em razão da condição resolutiva estabelecida no negócio fiduciário do tipo germânico, em contraposição à simples obrigação contratual de devolução do bem no contexto do negócio fiduciário em sentido técnico (do tipo romano), que L. Kaul¹³, com bastante precisão, estabeleceu ser a primeira espécie de negócio fiduciário mais segura, para o devedor, do que a segunda. A razão para isso se dá em virtude de que, no negócio fiduciário do tipo germânico, a propriedade transferida é restringida pela sua destinação específica (a garantia), resolvendo-se de pleno de direito com a satisfação da condição; enquanto que no negócio fiduciário em sentido técnico, a propriedade transferida é plena, sem qualquer limitação ao credor, ficando sua devolução ao devedor pautada apenas em uma obrigação de restituição (que, senão for cumprida, deve ser resolvida em perdas e danos em benefício do devedor¹⁴).

Diferentemente dos “*direitos reais EM garantia*”, colocam-se os tradicionais “*direitos reais DE garantia*”: hipoteca, penhor ou anticrese. Tratam-se de direitos reais limitados, que recaem sobre bens de terceiros e cujo fim típico é a própria garantia. Dessa forma, não existe, a exemplo do que se verifica nos direitos reais em garantia, a manifestação de vontade das partes no sentido de transferir propriedade ou constituir um direito real de fruição com a intenção de atingir um fim ulterior, distinto daquele que lhe é típico. Há apenas direitos e poderes concebidos por lei, voltados a satisfazer a finalidade (típica) de garantia.

Diante deste cenário, quando se analisa as titularidades fiduciárias decorrentes de negócios jurídicos de disposição típicos (art. 1.361 e ss. do CCBra, art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997), percebe-se que elas não se encaixam com perfeição em nenhuma das categorias de garantias reais anteriormente descritas, o que não significa que não possam ser a elas aproximadas. Primeiramente, há que se observar que a titularidade fiduciária “típica” é também um direito real limitado. No entanto, de maneira distinta do que se passa no caso da titularidade fiduciária decorrente de um negócio fiduciário do tipo germânico, a resolubilidade da titularidade fiduciária “típica” não decorre de cláusula

¹³ KAUL, L. *Das Fiduziarische Rechtsgeschäft*. Jena: Druck Von Anton Kämpfe, 1910, ‘in’ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 155.

¹⁴ Para mais detalhes acerca das diferenças entre os negócios fiduciários em sentido técnico (ou do tipo romano) e os negócios fiduciários do tipo germânico, conferir o Capítulo IV deste trabalho.

resolutiva mutuamente acordada entre credor e devedor, mas sim por força de lei. Por essa mesma razão, também difere-se da titularidade fiduciária decorrente do negócio fiduciário em sentido técnico, no qual a titularidade transmitida ao credor é plena por não estar limitada a uma condição resolutiva atrelada ao escopo de garantia. O acordo de devolução da titularidade diante do pagamento da dívida, que é subjacente ao negócio fiduciário em sentido técnico, efetiva-se no plano do direito das obrigações, não podendo, por isso, ser entendido como um limitador de caráter real ao direito consubstanciado na titularidade fiduciária¹⁵. Adicionalmente, a titularidade fiduciária decorrente de negócios jurídicos de disposição típicos também não se equipara aos direitos reais de garantia tradicionais, visto que ela recai sobre bens e direitos do próprio credor (que assim o são em decorrência da cessão fiduciária realizada), e não sobre bens ou direitos pertencentes a terceiros (os próprios devedores), a exemplo do que se observa no caso do penhor de créditos.

A titularidade fiduciária “típica” (assim referida, ressalte-se, por ser decorrente de um dos possíveis negócios de cessão fiduciária típicos) é uma garantia real porque se configura como um *direito real limitado*, sendo esta limitação decorrente de uma condição resolutiva imposta por lei e que se destina a direcionar o uso do bem cedido à finalidade típica da garantia pretendida pelos negociantes. Adicionalmente à tal condição, José Carlos Moreira Alves argumenta ainda que a propriedade fiduciária¹⁶ – tal como posteriormente regulada nos arts. 1.361 e ss. do CCBra – diferenciar-se-ia daquela decorrente de um negócio fiduciário do tipo germânico (formado a partir da inclusão de cláusula resolutiva, nos termos do art. 1.359 do CCBra) em razão da maneira como se operaria, em caso de inadimplemento

¹⁵ Ao analisar o caso da propriedade fiduciária, posteriormente regulada na forma do art. 1.361 do CCBra, José Carlos Moreira Alves assim se pronunciou: “*Neste caso [propriedade fiduciária], há uma propriedade que difere da propriedade plena ou da propriedade limitada pela oposição da condição resolutiva. É ela direito real típico – nova modalidade, (...), de propriedade limitada – que a lei criou para atender, especificamente, a determinada necessidade de ordem econômica, e não direito real que, mediante vínculo contratual ou a oposição de condição resolutiva, se subtrai à finalidade econômica para que foi criado, utilizando-se dele para outro fim prático (o de garantia) que não o previsto na lei para aquela figura típica.*” (Acréscimo nosso) (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 156).

¹⁶ Importante lembrar que José Carlos Moreira Alves entendia não ser possível estender o instituto da propriedade fiduciária aos direitos patrimoniais, ou seja, aos bens não corpóreos, ficando estes restritos aos institutos do negócio fiduciário em sentido técnico ou mesmo do tipo romano. No entanto, conforme já discutido no Capítulo IV deste trabalho, essa visão não é isenta de críticas, pois, se é verdade que parte das disposições específicas da propriedade fiduciária são claramente concebidas para bens corpóreos (art. 1.363, I, do CCBra), também é verdade ser possível compreender a propriedade em um sentido amplo, de forma que, no conjunto de bens móveis infungíveis, estão inseridos também os direitos de crédito (considerados móveis, nos termos do art. 83, III, do CCBra, e infungíveis, quando inseridos no contexto de garantia). Por essa razão, falar em direito como algo que nos pertence, como sendo de nossa propriedade, é em certa medida correto. Dessa forma, seria possível realizar a transferência de direitos patrimoniais com base em uma transferência de propriedade fiduciária, nos termos do art. 1.361 do CCBra.

da dívida, a consolidação da propriedade em favor do credor. Segundo o referido jurista, enquanto na propriedade fiduciária “típica” a consolidação da propriedade no patrimônio do credor, diante do não adimplemento da dívida garantida, determina a sua necessária venda em leilão público ou transação particular, a fim de que se apure o montante devido ao credor e restitua-se ao devedor o valor excedente¹⁷, no caso da titularidade fiduciária do tipo germânico tal condição não existiria, de forma que seria possível ao credor ficar com o bem sem a necessidade de levá-lo à venda particular ou leilão público¹⁸. Essa posição, contudo, não nos parece a mais correta. Em razão das inúmeras finalidades para as quais a propriedade resolúvel (art. 1.359 do CCBra) pode ser constituída, nem sempre esta será utilizada com fins de garantia. Nas demais hipóteses ou finalidades a ela concebidas, portanto, é possível e necessário que, diante da não satisfação da condição resolutiva, a consolidação definitiva da propriedade sobre os bens ou direitos cedidos precisem se dar mediante o reconhecimento imediato e pleno da propriedade em favor do adquirente, sem que se passe por um processo de venda do bem. Por essa razão, não há para o instituto da propriedade resolúvel dispositivo de lei similar àquele contemplado no art. 1.364 do CCBra. Isso, no entanto, não faz com que, no caso de uma propriedade resolúvel constituída com a finalidade de garantia, a consolidação da propriedade não precise seguir a mesma lógica. Afinal, a permanência do bem com o credor, sem que haja a restituição do valor excedente em relação ao real custo da dívida inadimplida, além de poder prejudicar de forma ilegítima outros credores do vendedor fiduciante (devedor da dívida principal), ainda configuraria hipótese de enriquecimento sem causa do adquirente da propriedade resolúvel (credor), nos termos do art. 884 do CCBra. Por essa razão, é preciso admitir que a única diferença realmente sensível entre a propriedade fiduciária (art. 1.361 do CCBra, que, a nosso ver, abarca também a titularidade fiduciária de direitos) e a propriedade resolúvel (titularidade fiduciária decorrente de negócio fiduciário do tipo germânico) diz respeito à fonte de sua resolubilidade: na primeira, é de ordem legal; na segunda, de caráter contratual.

As titularidades/propriedades fiduciárias “típicas” são, portanto, verdadeiras espécies de *direitos reais* DE *garantia* típicos, que, apesar disso, não se confundem com os

¹⁷ Neste caso, José Carlos Moreira Alves destaca que haveria uma exceção ao princípio de que ninguém é dado o poder de transferir a outrem mais direito do que tem (*nemo ad alium plus iuris transfere postest quam ipse habet*). Sendo assim, apesar de não ser o titular pleno do bem dado em garantia, o credor, diante da consolidação da propriedade, estaria legitimado a vendê-lo a terceiros, com o fim de levantar os recursos necessários à excussão da dívida. Este terceiro, por sua vez, adquiriria a propriedade plena sobre o bem ou direito, não recaindo sobre ele qualquer tipo de limitação ou restrição.

¹⁸ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 163-164.

demais direitos reais de garantia (penhor, anticrese e hipoteca) admitidos em nosso Direito. Estes recaem sobre bens e direitos de terceiros (diferentes do credor); enquanto aquelas, sobre bens e direitos do próprio credor (adquirente ou cessionário fiduciário).

Titularidade Fiduciária Decorrente de Negócio Fiduciário. Por sua vez, a titularidade fiduciária “atípica” são todas aquelas que decorrem dos negócios fiduciários em sentido técnico ou do tipo germânico, conforme já discutido acima. Por essa razão, precisa ser reconhecida como *direito real* – pleno ou não¹⁹, a depender justamente se há cláusula resolutiva dos direitos de propriedade sobre o direito cedido – que estão *EM garantia*²⁰.

Esquematização das Titularidades Fiduciárias. Colocando a organização que fizemos acima em perspectiva, temos, portanto, a seguinte estrutura de garantias reais no sistema jurídico brasileiro:

¹⁹ A diferença aqui é sutil, mas importante. No caso da titularidade fiduciária com base no art. 1.359 do CCBra, a propriedade não é totalmente plena, em virtude, justamente, da finalidade de garantia que ela se propõe a cumprir. Difere-se, portanto, da hipótese da titularidade fiduciária decorrente de negócio fiduciário em sentido técnico, no qual a propriedade transmitida é plena, contendo limitações específicas apenas no plano do direito das obrigações. Nesse mesmo sentido, Rafael Domingos Faiardo Vanzella afasta, com precisão, a titularidade fiduciária do art. 1.359 do CCBra do conjunto de direitos reais limitados, ao expor que: “*Com fundamento nesse artigo [art. 1.359 do CCBra], não deve a “propriedade” resilível, inclusive a fiduciária, ser considerada um direito real limitado, concepção que violaria o regime de numerus clausus dos direitos reais. A “propriedade” resilível é titularidade, embora não plena e exclusiva; se propriedade em sentido estritíssimo, é propriedade no sentido ao art. 1.228 do CCBra e, portanto, domínio, embora não seja plena e exclusiva.*” (Destaques nossos) (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. O Contrato..., Ob. Cit. p. 307).

²⁰ Aqui, portanto, discordamos de Fabio Ulhoa Coelho, quando afirmar que: “*Os direitos reais de garantia são o penhor, a hipoteca e a anticrese; enquanto os direitos reais em garantia são a alienação fiduciária em garantia e a cessão fiduciária de títulos de crédito e direitos creditórios*”. (COELHO, Fábio Ulhoa. *A Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito ou Direitos Creditórios e a Recuperação Judicial do Devedor Cedente*. Vol. 7. Nº 37. Porto Alegre: Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil, 2010. pp. 14-27). Primeiro, é preciso observar que a alienação e a cessão fiduciária não são direitos reais, mas apenas título de disposição e constituição relativo a tais direitos. Apesar de destacar esse fato adiante em seu texto, Fabio Ulhoa Coelho permanece a se referir ao negócio jurídico de disposição do direito real como se fosse o próprio direito real. Segundo, cabe destacar que apesar de a terminologia do contrato fazer referência à “*em garantia*”, ou mesmo de haver referências ao próprio direito real como tal (nós mesmos, em alguns momentos ao longo deste trabalho, referimo-nos à titularidade fiduciária “típica” como sendo uma “*titularidade fiduciária em garantia*”), isso não significa que o direito real resultante do contrato também seja “*em garantia*”, no sentido mais técnico empregado por Pontes de Miranda. No caso da titularidade fiduciária decorrente dos negócios celebrados com base no art. 1.361 do CCBra, no art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e/ou nos arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997, há verdadeira hipótese de direito real (propriedade – em sentido amplíssimo) limitado com o fim de garantia. É, por isso, ao lado da hipoteca, penhor e anticrese, *direito real DE garantia*, o que não significa que disponha, contudo, do mesmo regime jurídico aplicável a estes já tradicionais institutos. Por outro lado, a referência como *direito real EM garantia* permanece pertinente à titularidade fiduciária decorrente dos negócios fiduciários atípicos, nos quais há propriedade, ilimitada ou não totalmente plena, cuja finalidade de sua existência será servir em garantia de uma certa obrigação, conforme termos acordados entre credor e devedor.

Quadro 8.1 – Esquematização das Garantias Reais

Garantias Reais	
1. Direitos Reais Limitados DE Garantia sobre Coisa Alheia	
Tipos	Hipoteca, Penhor e Anticrese.
Base Legal	arts. 1.419 e ss. do CCBr.
Resolubilidade	N/A
Pendente da Dívida	A propriedade limitada do bem gravado é do devedor.
Adimplida a Dívida	Levanta-se o gravame (o direito real de garantia limitado), voltando o devedor a deter propriedade plena do bem.
Inadimplida a Dívida	O bem gravado é executado judicialmente, sendo o valor arrecadado com a venda do bem distribuído ao credor, até o montante de dívida, respeitada a prioridade de credores em caso de falência ou de recuperação judicial. Os valores eventualmente excedentes no processo de excussão são atribuídos ao devedor (ou à sua massa falida).
2. Direitos Reais Limitados DE Garantia sobre Coisa Própria	
Tipos	Titularidade/Propriedade fiduciária decorrente de cessões fiduciárias típicas.
Base Legal	art. 1.361 do CCBr, art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997.
Resolubilidade	Determinada por lei.
Pendente da Dívida	A titularidade limitada do direito é do credor (cessionário fiduciário).
Adimplida a Dívida	A titularidade do direito resolve-se em benefício de devedor (cedente fiduciante), mediante a retrotransmissão do direito.
Inadimplida a Dívida	O direito cedido fiduciariamente é executado, judicial ou extrajudicialmente, sendo o valor arrecadado com a venda do direito distribuído ao credor, até o montante de dívida. Os valores eventualmente excedentes no processo de excussão são atribuídos ao devedor (cedente fiduciante). Não há, sobre a garantia, interferências oriundas dos processos falimentares ou de recuperação judicial do devedor.
3. Direitos Reais EM Garantia	
Tipos	Titularidade/Propriedade fiduciária decorrente de negócios fiduciários em sentido técnico.
Base Legal	N/A
Resolubilidade	Não há. A devolução do bem depende de cumprimento de disposição obrigacional.
Pendente da Dívida	A titularidade plena do direito é do credor (cessionário fiduciário).
Adimplida a Dívida	A titularidade do direito é retransmitida se o credor (cessionário fiduciária) optar por cumprir a obrigação, mediante a celebração de um novo acordo de disposição.
Inadimplida a Dívida	O direito cedido fiduciariamente consolida-se no patrimônio do credor (cessionário fiduciário). Não há obrigação de venda do direito em mercado, exceto se assim tiver sido negociado, no campo do direito obrigacional, entre os contratantes. Não há, sobre a garantia, interferências oriundas dos processos falimentares ou de recuperação judicial do devedor.
4. Direitos Reais Não Plenos e Nem Exclusivos EM Garantia	
Tipos	Titularidade/Propriedade fiduciária decorrente de negócios fiduciários do tipo germânico.
Base Legal	art. 1.359 do CCBr.
Resolubilidade	Cláusula resolutiva, acordada pelas partes.
Pendente da Dívida	A titularidade limitada do direito é do credor (cessionário fiduciário).
Adimplida a Dívida	A titularidade do direito resolve-se em benefício de devedor (cedente fiduciante), mediante a retrotransmissão do direito.
Inadimplida a Dívida	O direito cedido fiduciariamente é executado, sendo o valor arrecadado com a sua venda distribuído ao credor, até o montante de dívida. Os valores eventualmente excedentes são atribuídos ao devedor (cedente fiduciante). Não há, sobre a garantia, interferências oriundas dos processos falimentares ou de recuperação judicial do devedor. A necessidade da venda do bem decorre da aplicação do princípio da proteção aos interesses dos demais credores do cedente, bem como da impossibilidade de se permitir o enriquecimento sem causa do credor que recebeu a titularidade fiduciária do direito em garantia. É, nesse sentido, uma titularidade não plena e nem exclusiva, diferentemente do que ocorre no caso dos negócios fiduciários em sentido técnico.

Antes de avançarmos, é importante apenas ressaltar que a necessidade de se vender o bem ou o direito atribuído em titularidade fiduciária em/de²¹ garantia não será verificada, contudo, nos casos em que a referida titularidade tiver como objeto quaisquer dos direitos patrimoniais cuja riqueza final seja o pagamento de valores pecuniários. Esse tema será mais bem abordado no Subcapítulo 10.2.1 adiante, ao se tratar do pacto comissório e de suas implicações à titularidade fiduciária dos Direitos de Crédito de Dividendos ou de Direitos Expectativos aos Dividendos.

8.2. Titularidade Fiduciária: elasticidade, acessoriedade e indivisibilidade

Elasticidade. O direito de propriedade – em especial, a titularidade sobre direitos – representa uma conjugação ordenada de diversas faculdades jurídicas, a partir da qual se forma uma unidade orgânica capaz de sofrer limitações de tal intensidade que seu conteúdo pode ser reduzido a praticamente nenhuma prerrogativa efetiva, a não ser a existência de um simples título jurídico²². Quando tais limitações desaparecem, no entanto, o direito de propriedade volta a ser pleno, passando a ser exercido como tal pelo respectivo titular.

A titularidade sobre direitos patrimoniais em geral é, nesse sentido, assim como qualquer outro direito real que componha o patrimônio de uma pessoa, sujeita ao fenômeno da chamada elasticidade da propriedade (*Elasticität des Eigentums*), que se caracteriza pela imposição de restrições capazes de impedir o exercício integral de todas as faculdades e poderes inerentes ao direito de propriedade. Apesar deste fenômeno ser frequentemente lembrado como algo relativo à criação dos direitos reais limitados de garantia tradicionais (penhor, anticrese e hipoteca), é correto afirmar também que ele se opera na titularidade/propriedade fiduciária, visto que a limitação a ele imposta pela finalidade de garantia não deixa de ser um tipo de restrição que comprime a plenitude do direito cedido. Tal restrição apenas não se observa na titularidade fiduciária decorrente da cessão fiduciária em sentido técnico, a qual, como já destacamos anteriormente, é plena, sujeitando-se apenas às limitações determinadas no campo meramente obrigacional, sem efeitos, portanto, no plano do direito das coisas (ou seja, na definição do direito de propriedade em si mesmo).

²¹ Apesar da diferença aqui apresentada, continuaremos a empregar ao longo deste trabalho, em benefício da fluência linguística, a expressão “titularidade fiduciária em garantia”, independentemente dela ser decorrente de um negócio dispositivo típico ou de um negócio fiduciário atípico. Novamente, mais importante do que a terminologia em si, é o que ela representa. Desde que se tenha ciência de suas origens e de seus verdadeiros significados, não há prejuízo maior no emprego dos termos mais corriqueiros e frequentes.

²² ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 165.

Nos demais casos, a titularidade fiduciária é comprimida pelo fim de garantia, sendo referida compressão determinada ora por determinação legal, ora por vontade contratual²³.

Sendo resolúvel e limitada pelos fins de garantia que visa atingir, a titularidade fiduciária, típica ou atípica, decorrente de imposição legal ou da vontade contratual das partes, pode percorrer três fases distintas: (i) se pendente, mas adimplente, a dívida garantida (situação de *pendente condicione*), a titularidade fiduciária, limitada pelo escopo de garantia (exceto no caso da titularidade fiduciária atípica, decorrente de negócio fiduciário em sentido técnico, em relação à qual a limitação encontra-se no plano do direito das obrigações), a titularidade fiduciária é detida pelo cessionário fiduciário, dentro das limitações reais impostas; (ii) se cumprida a dívida garantida (situação de *impleta condicione*), deixa de haver a necessidade da titularidade fiduciária, de forma que a titularidade plena (sem qualquer compreensão) volta a ser detida pelo credor (cessionário fiduciário); e (iii) se inadimplida a dívida garantida (situação de *defecta condicione*), o credor (cessionário fiduciário) tem a titularidade fiduciária consolidada, passando a estar apto a alienar o direito cedido a terceiros em vistas de satisfazer a dívida ou, conforme será visto, de ficar com a titularidade plena do direito cedido, beneficiando-se dos pagamentos pecuniários deles decorrentes, quando o objeto de tal direito assim permitir²⁴.

Acessoriedade. Além da elasticidade, a titularidade fiduciária de direitos em garantia apresenta ainda outra característica bastante comum nos direitos reais de garantia tradicionais: a natureza acessória em relação à dívida garantida. Trata-se, portanto, de um direito constituído por meio da cessão fiduciária em garantia, com a finalidade de reforçar as obrigações de pagamento assumidas pelo devedor, no âmbito de uma relação principal.

As consequências mais imediatas e evidentes da acessoriedade da titularidade fiduciária repercutem diretamente em seu valor e existência.

²³ Nesse sentido, é bastante feliz a posição sobre a elasticidade dos direitos reais apresentada por G. Pugliatti: “costuma-se dizer por isso que o direito de propriedade tem capacidade de compressão, visto como pode suportar o peso de direitos reais em favor de outrem ou limites legais ou convencionais; e capacidade de expansão, porquanto, extintos tais direitos ou limitações, readquire toda sua plenitude e inteireza.” (PUGLIATTI, G. Istituzioni di Diritto Civile. Vol. V. Milano: Dott. A. Giuffrè-Editore, Milano, 1935. p. 5, apud: ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 166).

²⁴ Esclarecedoras são, nesse sentido, as palavras de José Carlos Moreira Alves: “Verifica-se, portanto, do exposto, que a propriedade fiduciária é, durante toda sua existência, limitada pela resolubilidade e pelas restrições que sofre seu conteúdo, em virtude do escopo de garantia. Esse escopo pode cessar por duas causas distintas: ou pela ocorrência da *condicio iuris* (extinção da obrigação ou renúncia do credor à garantia, ainda que se dêem posteriormente ao vencimento do débito), ou pela venda da coisa pelo credor a terceiro, para pagar-se. No primeiro caso (*impleta condicione iuris*), resolve-se a propriedade fiduciária; no segundo, ela também se extingue, recebendo o terceiro comprador uma propriedade plena, já que as limitações que se impunham à propriedade fiduciária deixaram de existir com a cessação da finalidade da garantia.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 167).

Quanto ao valor, a titularidade fiduciária contemplará, em regra, uma equivalência em relação ao montante total da dívida garantida, incluindo todos os encargos financeiros e multas que possam sobre ela incidir. A referência precisa ao valor é, inclusive, uma exigência dos arts. 1.362 e 1.424 do CCBra e art. 18 da Lei nº 9.514/1997. No entanto, nada impede as partes de estabelecerem um montante menor do que o saldo total da dívida a ser resguardado pela garantia real, de forma que a parcela da dívida que exceder o montante definido pelas partes estará sem qualquer garantia de caráter real a lhe assegurar. As partes apenas não poderão estabelecer um montante total garantido pela titularidade fiduciária que supere o valor integral máximo da dívida, sob pena de a referência ao montante excedente ser considerado ineficaz em relação à massa falida do cedente fiduciante (devedor).

Já em relação à existência em si da titularidade fiduciária, é preciso observar que, por mais que a formalidade do registro tenha sido cumprida e o direito sobre o qual recaia já se verifique presente (vale dizer: contemplado no patrimônio do cedente), a titularidade fiduciária ainda não será constituída – e, portanto, não existirá – caso a dívida que visa garantir ainda não tenha surgido²⁵. Por essa mesma razão, diante da extinção da dívida, a titularidade fiduciária também se extinguirá automaticamente, exceto se for decorrente de um negócio fiduciário em sentido técnico, situação na qual será restituída ao devedor (cedente fiduciante) apenas mediante a concordância do credor (cessionário fiduciário) no sentido de cumprir com a obrigação de restituição ou retransmissão do bem. De qualquer forma, mesmo neste último caso, fica evidente que o fim da dívida garantida dá causa ao fim da titularidade fiduciária, ainda que, para tanto, as partes precisem fazer uso de instrumentos processuais distintos para concretizarem esse objetivo ou para serem indenizadas pela sua não concretização. Cabe destacar, também, que se o fim da dívida leva ao fim da titularidade fiduciária, o inverso já não é verdadeiro. A dívida principal, evidentemente, subsistirá, mesmo que a titularidade fiduciária nunca venha a existir ou seja considerada nula.

Por fim, José Carlos Moreira Alves ainda pontua, corretamente, mais duas consequências relevantes que se sobressaem por força do reconhecimento do caráter acessório da garantia real consubstanciada na titularidade fiduciária: (i) salvo disposição em

²⁵ José Carlos Moreira Alves destaca, inclusive, com bastante precisão, que neste interim entre a celebração do contrato de cessão fiduciária e o surgimento da dívida a qual ele faz referência ainda não existe titularidade fiduciária em favor do credor, mas apenas um direito expectativo a tal aquisição. Nas palavras do próprio autor: “Nesse caso, até o nascimento do crédito haverá, apenas, o que os alemães denominam *Anwartschaftsrecht* ou *Wartrecht*, e que Pontes de Miranda traduz por direito expectativo. Com efeito, até o nascimento do crédito, não há propriedade fiduciária, mas apenas direito expectativo a esse direito que é essa modalidade de domínio; a propriedade fiduciária somente surgirá quando nascer o direito expectado (o crédito).” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 169-170).

contrário ou hipótese em que a titularidade fiduciária se tenha extinto, mediante a ocorrência da cessão da dívida principal, deverá ocorrer também a transmissão da titularidade fiduciária ao novo credor; e, finalmente, (ii) as exceções eventualmente oponíveis em relação à dívida garantida – tal como a nulidade – se opõe também à titularidade fiduciária, embora o mesmo não se verifica em caso contrário²⁶.

Indivisibilidade. A indivisibilidade é mais uma das características comuns às garantias reais. Ela vem contemplada de forma expressa no art. 1.421 do CCBra, determinando que o pagamento de uma ou mais parcelas de prestações da dívida não importa a exoneração correspondente e proporcional da garantia, ainda que esta seja composta por vários bens ou direitos.

Tal regra apenas não será aplicável se as partes expressamente convencionarem mecanismos que permitam a liberação gradual da garantia, de forma proporcional ao pagamento da dívida garantida, tal como se verifica, p. ex., com a cláusula de trava bancária (cf. Subcapítulo 7.1.2.1) nos casos dos direitos patrimoniais que resultem em pagamentos pecuniários ao longo de todo o período de vigência do Negócio Financeiro Garantido.

8.3. Estrutura de Análise da Titularidade Fiduciária

Seguindo a estrutura de análise proposta por José Carlos Moreira Alves, será preciso agora analisar a forma como a titularidade fiduciária em (ou de) garantia – especialmente quando seu objeto é o Direito de Crédito de Dividendos ou o Direito Expectativo aos Dividendos – funcionará em três cenários distintos, a saber:

²⁶ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 168-169.

CAPÍTULO IX: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA NA PENDÊNCIA DO VENCIMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA

Este Capítulo terá por finalidade a análise do funcionamento e dos efeitos jurídicos decorrentes da titularidade fiduciária do Direito de Crédito de Dividendos e/ou do Direito Expectativo aos Dividendos¹, enquanto estiver pendente o vencimento das obrigações pecuniárias relativas ao Negócio Financeiro Garantido (*pendente condicione*).

Conforme visto ao longo dos Capítulos V e VIII, a titularidade fiduciária, enquanto um direito real de/em garantia no ordenamento jurídico brasileiro, decorrente de negócios jurídicos dispositivos típicos ou atípicos, é constituída – ou, mais especificamente, atribuída – pelo cedente fiduciante, em benefício do cessionário fiduciário, mediante a conjugação de dois elementos distintos, mas igualmente importantes: (i) de um lado, a celebração de um contrato válido e eficaz (título de disposição constitutivo e translativo), que seja registrado (modo de disposição) de acordo com as exigências específicas requeridas para o negócio (cf. Subcapítulo 5.2); e, de outro, (ii) a utilização de um objeto para a cessão fiduciária que se qualifique como um *direito de crédito* ou como um *direito expectativo a tal direito de crédito*, sendo necessário, no entanto, que ambos sejam, para fins de efeitos imediatos do negócio jurídico de disposição, plenamente existentes na esfera patrimonial do cedente fiduciante. Neste último caso, portanto, se o cedente fiduciante ainda não for titular de participação societária que lhe garanta direito expectativo aos rendimentos econômicos a serem futuramente distribuídos, não há direito algum que possa ser cedido no momento presente, sendo necessário reconhecer que, apesar de contemplar aptidão de eficácia, o negócio jurídico de cessão fiduciária, em sua função dispositiva, será ineficaz, até o momento em que as participações societárias referidas no contrato de cessão venham a existir. Igualmente, mesmo que existam as participações societárias especificadas no contrato, a sua eficácia dispositiva ficará comprometida caso o seu objeto seja o direito expectado, de pretensão futura (Direito de Crédito de Dividendos), e não o direito expectativo ou eventual presente (Direito Expectativo de Dividendos), o qual garante ao

¹ A opção por um ou outro destes direitos é possível, cabendo exclusivamente às partes decidir sobre qual deles o negócio de disposição será realizado. Apesar desta possibilidade de escolha, o Direito Expectativo aos Dividendos revela-se mais vantajoso por permitir que sua transmissão efetive-se imediatamente ao cessionário (credor), possibilitando a este último tornar-se o proprietário direto dos Direitos de Crédito de Dividendos que sejam formados no futuro, a exemplo do que já se observava quando da cessão dos antigos cupões de dividendos, sem sofrer, como consequência, qualquer limitação em virtude de eventuais procedimentos falimentares ou de recuperação judicial do cedente.

acionista, pelo simples fato de o ser, bem como aos seus respectivos cessionários, a aptidão de adquirir o direito expectado no exato momento em que este vier a se formar.

Pois bem, quando a titularidade fiduciária tornar-se existente – seja em relação a direitos de créditos futuros, que surgiram no momento presente, ou em relação a direitos expectativos, reconhecidos enquanto tais desde o momento inicial da celebração do negócio de disposição –, passará a compor a esfera patrimonial do cessionário fiduciário um direito real pleno ou limitado, decorrente de uma cessão fiduciária típica ou atípica (cf. Quadro 8.1). Essa titularidade fiduciária qualifica-se como uma garantia real – visto ser ela mesma um direito real (propriedade) destinado a um fim de garantia –, da qual emergirão em favor dos cedentes fiduciantes e dos cessionários fiduciários uma série de direitos e obrigações, aplicáveis às respectivas partes ao longo de todo o período em que a garantia estiver em vigor, sendo esses direitos e obrigações inconfundíveis com as prerrogativas e poderes decorrentes do próprio direito real que está sendo cedido. Afinal, é possível, e bastante comum, que as partes convencionem no plano meramente obrigacional, e não como decorrência da titularidade adquirida sobre o direito cedido em si mesmo (que está no plano do direito das coisas), alguns regramentos relativos ao funcionamento, aos procedimentos de excussão e à maneira como a restituição do direito ao cedente, se e quando aplicável, deverá ser realizada².

Dessa forma, ao analisar a titularidade fiduciária em todos os aspectos relevantes que a cercam, será preciso empreender uma avaliação não apenas da situação jurídica do cessionário e do cedente em relação ao direito real que fora transferido, mas também sobre

² A influência nada desprezível dos aspectos obrigacionais relativos à titularidade sobre direitos patrimoniais em geral também foi identificada por Gustavo Haical, ao analisar o instituto da cessão de crédito, concluindo que: *“A cessão de crédito é translativa sem, contudo, deixar de possuir efeitos obrigacionais decorrentes da vinculação. (...) A cessão de crédito, mesmo sendo negócio jurídico de translação de crédito do patrimônio de determinado credor para um terceiro com eficácia imediata, não permite afirmar, em razão da perspectiva complexa das relações jurídicas, a inexistência de direitos e deveres obrigacionais correspectivamente vinculados entre o cedente e o cessionário. Os únicos direitos e deveres que não exsurgem correspectivamente vinculados são os de transmissão do crédito, pois essa se dá, de modo automático, no advento do negócio. Entretanto, exsurgem outros, de cunho secundário e lateral.”* (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 51-59). Isso evidencia que os vínculos obrigacionais firmados entre as partes ou mesmo decorrentes de lei podem ser tão importantes quanto os próprios efeitos de caráter real decorrentes da garantia. É essa também a posição da Rafael Domingos Faiardo Vanzella, embora refira-se à influência que os próprios efeitos reais relativos à garantia poderão sofrer em razão da vontade negocial das partes: *“O direito das coisas, berçário do regime de numerus clausus, é permeado de naturalia negotii derogáveis (não cogentes), o que se deflagra não apenas por textos legais que enunciam “salvo disposições das partes em contrário” (v.g. arts. 1.375, 1.381, 1.399, 1.400, 1.411, 1.421, 1.427), mas, sobretudo, por uma certa atipicidade dos deveres comportamentais integrados aos gravames, isto é, o conteúdo conexo a alguns dos contratos de disposição de direitos subjetivos reais previstos no Código Civil. Isso se observa, especialmente, na disciplina da superfície, das servidões e do usufruto. Escolhido o tipo de contrato de disposição que mais atenda aos seus interesses econômicos-sociais, as partes têm certa “margem de manobra” no interior do tipo, o que só pode ser casuisticamente apreendido.”* (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 307).

alguns direitos e deveres de cunho obrigacional que estarão a influenciar, em paralelo, esse mesmo direito real.

Para tanto, dividiremos a análise da titularidade fiduciária referente aos Direitos de Crédito de Dividendos e/ou do Direito Expectativo aos Dividendos, na situação de *pendente condicione*, em dois enfoques distintos: a posição jurídica do cedente fiduciante e a posição jurídica do cessionário fiduciário. Dentro de cada um desses enfoques, serão analisados, então, o conjunto de direitos e deveres que cada um deles contempla, seja no plano do direito das obrigações, seja no plano do direito das coisas.

9.1. A Posição Jurídica do Cedente Fiduciante

9.1.1. O Cedente Fiduciante no Plano do Direito das Coisas

A posição jurídica do cedente fiduciante em relação à titularidade fiduciária constituída em favor do cessionário (credor) será distinta a depender, justamente, do tipo de negócio jurídico de disposição que lhe deu origem. Por essa razão, será preciso retomar, mais uma vez, a distinção realizada anteriormente entre, de um lado, (i) as titularidades fiduciárias decorrentes (i.1) dos negócios jurídicos de disposição (com fins de garantia) típicos (art. 1.361 a 1.368-A do CCBra, art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997) ou (i.2) dos negócios fiduciários do tipo germânico (art. 1.359 do CCBra), as quais podemos nos referir genericamente como sendo titularidades fiduciárias resolúveis³ *ipso iure* (ou seja, de pleno direito e sem qualquer necessidade de ato de disposição adicional a ser realizado pelas partes); e, de outro, (ii) a titularidade fiduciária que se fundamenta em negócio fiduciário em sentido técnico, no qual a eventual restituição da titularidade plena sobre o direito cedido ao devedor (cedente fiduciante) é uma mera obrigação do credor (cessionário), e não uma condição resolúvel imposta por lei ou pela vontade das partes. Iniciaremos a análise pelo primeiro tipo.

³ Conforme destaca Rafael Domingos Faiardo Vanzella, com base nos ensinamentos de Pontes de Miranda, o correto seria “*resilível, e não resolúvel, porque “o sistema jurídico brasileiro não concedeu propriedade que seja de A e passe a não ter sido de A; o que se concebeu foi a superposição de propriedades [sic], no tempo” (...). Com efeito, a resolução é ex nunc: verificado o advento do termo ou a condição, o lapso de tempo em que as propriedades se superpuseram não deixa, juridicamente, de existir. Quer dizer, durante aquele período, dois foram os titulares do direito subjetivo patrimonial: um, a título de “propriedade”; outro, a título de direito subjetivo expectativo real.”* (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. O Contrato..., Ob. Cit. pp. 307-308, Nota de Rodapé nº 244). Apesar desta distinção rigorosa, optaremos por manter o termo “resolúvel” em razão de ser este adotado pelas leis aplicáveis e também por parte majoritária da doutrina brasileira.

Titularidade Fiduciária Resolúvel Ipso Iure (de Pleno Direito). A posição jurídica do cedente fiduciante em relação à titularidade resolúvel *ipso iure* depende, conforme bem destaca José Carlos Moreira Alves, da teoria que se adote para qualificar sua situação⁴.

Uma primeira visão defende que, após a transferência da titularidade fiduciária ao cessionário, o cedente passaria a ser o titular dos direitos cedidos sob condição suspensiva. Dito de outra maneira, o cedente deteria a titularidade plena sobre os direitos cedidos, mas tal titularidade ficaria em suspenso, até que a condição resolutiva da garantia fosse satisfeita. Esta linha de entendimento encontra apoio em parte da doutrina francesa, em especial em C. Demolombe, para quem “*a condição resolutiva, à qual o direito de uma das partes é subordinado, implica também que o direito da outra parte seja subordinado a uma condição suspensiva.*”⁵. No entanto, esta posição não se revela correta, pois, conforme ressalta José Carlos Moreira Alves, com base nas lições de Aubry et Rau, se a titularidade detida pelo cessionário é fiduciária em razão de uma condição resolutiva, seja ela por força de lei ou por vontade mútua entre as partes, não é possível que o direito detido pelo cedente esteja sob uma condição suspensiva⁶. A condição resolutiva é recíproca para ambas as partes, motivo pelo qual, enquanto pendente a condição, o proprietário do bem ou dos direitos cedidos será o cessionário, ainda que tal propriedade seja, na perspectiva deste último, (i) *limitada*, a exemplo do que ocorre no caso das garantias reais fiduciárias típicas, ou (ii) *não plena e nem exclusiva*, a exemplo do que se verifica no caso da garantia real resultante do negócio fiduciário do tipo germânico (nos termos do art. 1.359 do CCBra). Ao cedente fiduciante, portanto, não há que se falar em propriedade ou titularidade, ainda que em condição suspensiva, mas sim em um direito distinto, não condicionado ou atermado, que lhe permita retroadquirir a titularidade plena, com eficácia *erga omnes*, quando a condição resolutiva da propriedade fiduciária do cessionário fiduciário for verificada.

Outra possível teoria é a defendida, no Brasil, por Francisco de Paula Lacerda

⁴ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 174-177.

⁵ DEMOLOMBE, C. *Cours de Code Napoléon*. Vol. XXV. nº 281. Paris: Imprimerie Générale, s/d. p. 282, apud: ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 175.

⁶ “(...) seria inexacto considerar a condição resolutiva do direito de uma das partes como constituindo ao mesmo tempo uma condição suspensiva da aquisição desse direito em favor da outra parte. O que transmite, sob uma condição resolutiva, um direito qualquer, e especialmente um direito de propriedade, não saberia achar nesta condição resolutiva um título de aquisição, sob condição suspensiva, do direito de propriedade do qual ele se despojou.” (ET RAU, Aubry. *Cours de Droit Civil Français*. Vol. IV. 5ª Edição. nº 302. Paris: Imprimerie et Librairie Générale de Jurisprudence Marchall et Billard, 1902 énerale, s/d. pp. 95-96, apud: ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 175).

Almeida⁷, para quem, ao cedente fiduciante, deveria ser reconhecida apenas uma expectativa de direito (*Anwartschaft*), ou seja, uma perspectiva futura fundada no plano exclusivo dos fatos, em relação à qual o cedente não poderia requerer qualquer tipo de tutela jurídica. Apenas quando satisfeita a condição resolutiva (*impleta condicione*), e recuperada, então, a titularidade plena sobre os direitos cedidos, é que poderia ser reconhecida a existência de um direito de caráter real para o cedente. Durante a vigência da garantia (*pendente condicione*), haveria, quando muito, apenas direitos de caráter obrigacional a resguardar os interesses do cedente fiduciante. Essa posição é, no entanto, bastante questionável, pois, conforme já destacado ao longo do Subcapítulo 3.2, a expectativa do cedente em relação à aquisição do direito esperado (no presente caso: a titularidade ou propriedade plena sobre os direitos cedidos fiduciariamente, tão logo haja o adimplemento da dívida garantida) já não se encontra no plano meramente fático. Ganha ela verdadeiro respaldo jurídico, pautado tanto na tutela que recebe com o propósito de proteger o surgimento do direito esperado, quanto no negócio jurídico de disposição celebrado com o cessionário. Esse respaldo dado à expectativa é, por isso, autêntico direito expectativo (que não se confunde com a expectativa em si), sendo nesta linha argumentativa que caminha a terceira – e para nós definitiva – teoria acerca da posição jurídica do cedente fiduciante.

A terceira (e última) corrente doutrinária define, portanto, que o cedente fiduciante é, na realidade, titular de verdadeiro direito expectativo ou eventual⁸ à retroaquisição plena da titularidade fiduciária cedida. Esse direito expectativo, apesar de nem sempre ser facilmente diferenciado da simples expectativa⁹, encontra no contexto da cessão fiduciária de direitos a sua base mais evidente, visto que a própria condição de resolubilidade relativa à titularidade fiduciária sobre o direito cedido já é suficiente, por si só, para evidenciar uma posição jurídica tutelável, que resguarda a expectativa do cedente de voltar a ser proprietário pleno dos direitos econômicos cedidos, tão logo haja o cumprimento da condição

⁷ ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. *Direito das Cousas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Livreiro Editor, 1908 e 1910. pp. 77-79.

⁸ Conforme lembra José Carlos Moreira Alves, a expressão “direito eventual” foi cunhada pela doutrina francesa e italiana, em referência direta ao *Anwartschaftsrecht* do Direito alemão, em relação ao qual Pontes de Miranda preferiu empregar a denominação de “direito expectativo” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 176-177); denominação esta também utilizada neste trabalho. Não obstante, os legisladores nacionais optaram por utilizar a expressão “direito eventual”, inclusive no art. 130 do CCBra, que representa, segundo Pontes de Miranda, o dispositivo legal mais evidente a regular esse direito (que, embora seja estruturalmente relevante nas relações jurídicas privadas, tem, por vezes, seu estudo negligenciado pela doutrina).

⁹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 343-347.

resolutiva¹⁰.

José Carlos Moreira Alves esclarece que, independentemente dos critérios que se possa empregar na qualificação de uma determina posição como sendo direito expectativo ou simples expectativa de direito, é certo, no entanto, que o alienante/cedente fiduciante será titular de um direito expectativo à retroaquisição da propriedade plena dos bens ou direitos que foram transferidos¹¹. A posição deste autor tem como base, evidentemente, a doutrina de Pontes de Miranda, cuja lição a respeito da propriedade transmitida sob condição resolutiva é clara e irretocável: *“Durante a expectativa da condição resolutiva, o que a espera tem direito expectativo, direito a adquirir, ipso iure, ao se cumprir a condição, o direito (propriedade, crédito), a pretensão, a ação, ou a exceção.”*¹². Defendendo posição semelhante, colocou-se também Melhim Namem Chalhuh¹³, para quem, na pendência da condição, o cedente fiduciante encontra-se em posição de se tornar, novamente, proprietário do direito cedido fiduciariamente. Isso porque a transmissão em caráter fiduciário dos direitos faria com que o transmitente (devedor-fiduciante) e o adquirente (credor-fiduciário), em linha com a teoria de Aderbal da Cunha Gonçalves, ficassem investidos de *“direitos opostos e complementares, e o acontecimento que aniquila o direito de um consolidará, fatalmente, o de outro.”*¹⁴ Peca este autor, contudo, em entender que o direito expectativo que detém o cedente fiduciante estaria sujeito a uma condição suspensiva¹⁵, hipótese que deve ser rejeitada, conforme já antecipado. Afinal, o direito expectativo não se submete a nenhuma condição. É ele plenamente eficaz, desde o momento de sua constituição,

¹⁰ O próprio Pontes de Miranda é claro ao destacar como exemplo mais evidente de direito expectativo o direito, justamente, daqueles que se encontram em um negócio jurídico sujeito à condição: *“São direitos expectativos: a) Os que se originam de negócios jurídicos a prazo (em se tratando de aquisição de bens), ou sob condição, porque, ao se atingir o termo, ou ao se realizar a condição, se adquire o direito expectado, de modo que não mais depende da vontade do outorgado o nascimento do direito.”* (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 354).

¹¹ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 177. Anteriormente, em outra parte do texto, este mesmo autor chega a explicito: *“(…), o devedor alienante, pendente a condição resolutiva, não é proprietário sob condição suspensiva, mas, sim, titular de direito expectativo (...) sobre a coisa móvel por ele transferida ao credor.”* (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 161).

¹² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 234.

¹³ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 142-147.

¹⁴ GONÇALVES, Aderbal da Cunha. *Da Propriedade Resolúvel*. São Paulo: RT, 1979. p.66, apud: CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 142.

¹⁵ *“Com efeito, “como subproduto da resolubilidade”, surge para o devedor-fiduciante o direito de reaquisição da propriedade, e essa reaquisição encontra-se pendente da realização de uma condição suspensiva, representada pela dívida cujo pagamento o fiduciante se obrigada a efetivar; a realização dessa condição (o pagamento) importa necessariamente na extinção da propriedade fiduciária.”* (Destaque nosso) (CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 144).

garantindo ao seu titular a aptidão para se tornar, também, titular do direito expectado, se e quando este vier a surgir¹⁶. O surgimento do direito expectado, sim, depende e conecta-se à condição resolutiva da titularidade fiduciária, pois sendo tal condição satisfeita (*impleta condicione*), terá o direito expectado base jurídica para constituir-se, atribuindo, por consequência, efeitos ao direito expectativo, além de garantir ao seu respectivo titular a aptidão para tornar-se, também, de forma direta e imediata, titular do direito expectado. Por sua vez, inadimplida a dívida (*defecta condicione*), extingue-se em definitivo o direito expectativo, sem que este tenha produzido seus efeitos, deixando de haver, como resultado, qualquer pretensão do devedor fiduciário em relação aos direitos cedidos, exceto no que se refere aos direitos patrimoniais cujo valor exceda o montante da dívida garantida (os quais deverão, por esta razão, retornar, de forma plena, à esfera patrimonial do cedente).

De fato, é exatamente esta a situação que se observa na titularidade fiduciária decorrente de qualquer dos negócios jurídicos de disposição resolúveis *ipso iure*, independentemente se tal condição decorrer de lei ou da vontade das partes. O cedente fiduciante é tão titular de um direito expectativo à retomada de sua plena propriedade sobre os direitos cedidos, em caráter fiduciário a um determinado credor, quanto o é também, em sua condição de acionista, de vir a receber dividendos no futuro. Tratam-se, neste caso, por óbvio, de tipos distintos de direitos expectativos, mas, ainda assim, direitos expectativos. Isto é, direitos a partir dos quais surgirão outros (definitivos) ao seu respectivo titular, tão logo satisfeitas as condições resolutivas ou suspensivas a que estes últimos possam estar sujeitos¹⁷.

Essa explicação, que fundamenta a posição jurídica do cedente fiduciante como sendo detentor de um direito expectativo à plena retomada (retroaquisição) da titularidade sobre os direitos cedidos, ajuda a compreender, agora, a razão pela qual se afirmou, no Subcapítulo 5.1, ser o contrato de cessão fiduciária em garantia, fundado em uma condição resolutiva (legal ou contratual), o meio de celebração de um negócio jurídico de disposição,

¹⁶ “Por conseguinte, o contrato de disposição constitutiva (acordo de constituição de direito subjetivo real de aquisição) não é – nem pode ser – nem condicionado, nem atermado. Sua eficácia é *ad initio*: a titularidade de um direito subjetivo patrimonial é fragmentada no tempo e a consolidação é prevista, por condição ou termo, de maneira que a reversão ou a conversão, conforme a espécie, é *ipso iure*.” (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. O Contrato..., Ob. Cit. p. 308).

¹⁷ Nesse sentido, Rafael Domingos Faiardo Vanzella, que destaca o seguinte: “Há atribuição de um *Anwartschaftsrecht* [direito expectativo], seja no patrimônio dos alienantes, se a condição ou o termo for resolutivo (v.g. transmissões fiduciárias), seja no patrimônio do adquirente, se a condição ou o termo for suspensivo (v.g. compra e venda com reserva de domínio).” (Acréscimo nosso) (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. O Contrato..., Ob. Cit. p. 308).

do tipo *translativo* e *constitutivo*. É translativo porque transfere, com escopo de garantia (legalmente típico ou determinado pela vontade das partes), a titularidade ou propriedade sobre os direitos econômicos decorrentes de um determinado contrato ou mesmo de rendimentos societários. É constitutivo porque, ato contínuo à esta transferência de titularidade fiduciária, nasce no patrimônio do devedor fiduciante o direito expectativo à retroaquisição plena da propriedade/titularidade cedida, se e quando quitada a dívida garantida, ou dos direitos de crédito excedentes, se inadimplida a dívida e excutida a garantia. É exatamente neste mesmo sentido que se posicionou Pontes de Miranda, ao afirmar que a submissão da propriedade fiduciária a uma condição resolutiva – no caso, a contratual (art. 1.359 do CCBra), embora nada impeça que se estenda esta visão também para a resolubilidade legal – remete a uma “*forma mista de constitutividade e translatividade*.”¹⁸. Aprofundando a questão, Rafael Domingos Faiardo Vanzella fala na existência de dois contratos de disposição, que se revelam “*simultâneos e conexos*”, sendo “*um translativo, condicionado ou atermado, outro constitutivo, plenamente eficaz*”¹⁹, para ao final concluir pelo caráter duplo do contrato de disposição de cessão fiduciária²⁰.

Essa situação dúplici sob a qual se reveste o contrato dispositivo de cessão fiduciária pode ser caracterizada nos termos do seguinte diagrama:

Dessa forma, observa-se que tanto a titularidade fiduciária quanto o direito expectado (retroaquisição da propriedade plena sobre os direitos cedidos) estão sujeitos à mesma condição resolutiva – a satisfação da dívida garantida – e são pertinentes ao mesmo objeto: os direitos econômicos cedidos. Sob esta ótica, portanto, não poderia ser diferente a natureza jurídica que lhes cerca: se a titularidade fiduciária é propriedade sobre direitos – e,

¹⁸ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 77.

¹⁹ VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 308.

²⁰ VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 312.

como tal, direito real voltado a satisfazer o escopo de garantia –, lógico e necessário que o direito expectativo do cedente fiduciante à retomada da titularidade plena dos direitos cedidos também seja de caráter real. É justamente isso que coloca Pontes de Miranda: “há direitos expectativos de direitos reais e direitos expectativos de direitos pessoais”²¹, em uma referência direta ao fato de que se o direito expectativo der origem a um direito expectado real ou obrigacional, estas mesmas naturezas jurídicas deverão ser atribuídas ao direito expectativo. Mais explícito ainda a respeito do assunto foi José Carlos Moreira Alves, ao qualificar o direito expectativo detido pelo cedente fiduciante em relação à propriedade fiduciária nos seguintes termos: “Seu direito expectativo à recuperação da propriedade é direito real, pois – como acentuam Enneccerus-Nipperdey, exemplificando com o direito expectativo à aquisição de propriedade (*Das Anwartschaftsrecht auf Eigentumserwerb ist daher ein dingliches Recht*) – o direito expectativo é da mesma natureza que o direito expectado (*“Dieses Recht ist von gleicher Beschaffenheit wie das Vollrecht”*)” (Destaque nosso)²².

O direito expectativo que se constitui em favor do cedente fiduciante, a partir da formalização do contrato dispositivo de cessão fiduciária, é, portanto, direito real à retroaquisição da propriedade sobre os direitos cedidos²³. Dessa forma, sendo um direito plenamente constituído e presente na esfera patrimonial do cedente, desde o momento da celebração do contrato de disposição de cessão fiduciária, pode ser também, por sua vez, objeto de outros negócios jurídicos de disposição. Afinal, como explica Pontes de Miranda, “o direito expectativo é elemento do patrimônio do expectante, pode ser arrestado, penhorado, ou entrar em massa concursal, e se transmite entre vivos e a causa de morte.”²⁴.

O reconhecimento do direito expectativo como um direito novo, existente, autônomo e que nasce para o cedente como resultado do elo dispositivo-constitutivo do contrato de cessão fiduciária permite não apenas identificar uma nova riqueza apta a ser transacionada, como também diferenciá-la do direito de propriedade que já se transmitiu. O

²¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 348.

²² ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 177.

²³ “Assim, nos atos de transmissão fiduciária da propriedade, para fins de garantia, tal como configurada no direito positivo brasileiro, o fiduciante é titular de um direito real de aquisição, que se concretiza com a conclusão do pagamento e mediante simples cancelamento do registro da propriedade fiduciária.” (CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 146). Nesse mesmo sentido, VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 308.

²⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. p. 354.

direito expectativo é outro direito, que não se confunde com o direito ou bem cedido anteriormente. É ele, em verdade, direito a voltar a ser o titular pleno do bem atribuído em garantia a outrem. A relevância jurídica desta constatação é inegável e precisa ser explicitada. Assim, p. ex., um acionista que cede fiduciariamente, em relação a todas as suas ações, os Direitos Expectativos aos Dividendos (objeto) referentes aos próximos 5 (cinco) exercícios sociais da companhia, certamente não poderá ceder, em outro negócio de disposição, com fins de garantia ou não, os mesmos Direitos Expectativos aos Dividendos já transmitidos no âmbito do primeiro negócio, sob pena de incorrer em crime de estelionato, nos termos o art. 171, § 2º, I, do CPBra. No entanto, nenhum problema ou infração penal há para esse mesmo acionista se, ato contínuo à primeira cessão fiduciária, ele realizar outra, tendo por objeto não os Direitos Expectativos aos Dividendos anteriormente cedidos, mas, sim, o direito expectativo que o acionista, agora na condição de cedente fiduciante do primeiro negócio, tem de reaver a titularidade plena sobre os direitos aos dividendos antes referidos. Nesta segunda hipótese, não há qualquer conduta que possa ser criminalizada ou mesmo invalidada, no âmbito civil, por decorrência do objeto cedido, uma vez que o objeto do segundo negócio é o direito expectativo que decorre do primeiro, enquanto que o objeto deste primeiro é o Direito Expectativo aos Dividendos propriamente dito.

Nesse exato sentido, posiciona-se também José Carlos Moreira Alves, quando afirma que a cessão do direito expectativo decorrente da posição jurídica do cedente fiduciante é passível de cessão, sendo desnecessária, para sua ocorrência, a anuência do credor titular do domínio fiduciário. Adicionalmente, destaca este autor o fato de que a cessão deste direito não resulta em qualquer ato que possa ser enquadrado como crime de estelionato, nos termos em que é tipificado no art. 171, § 2º, I, do CPBra, uma vez que este dispositivo seria aplicável apenas nos casos em que o cedente fiduciante realize uma cessão ou transmissão de um bem ou direito que já não mais lhe pertença²⁵. Como o direito

²⁵ Nas palavras do próprio autor: “Por outro lado, é esse direito – como, em geral, ocorre com os direitos expectativos – transmissível inter vivos ou mortis causa, bem como suscetível de ser empenhado, arrestado, sequestrado, penhorado e arrecadado, porquanto é ele, sem dúvida, um direito atual. E mesmo para sua alienação não é necessária a anuência do credor titular do domínio fiduciário. Nota-se, ademais, que a alienação ou o empenhamento desse direito expectativo por parte de seu titular não configuram o crime de estelionato a que alude o § 8º do art. 66 da Lei nº 4.728 (...) [atual art. 66-B, § 2º, da Lei nº 4.728/1965], uma vez que esse dispositivo se refere apenas aos casos em que o devedor, que está na posse direta da coisa alienada fiduciariamente, a aliena ou a dá em garantia como se fosse sua, e não de propriedade do credor. Por isso mesmo é que se lhe aplica a pena prevista no art. 171, § 2º, I, do Código Penal, que diz respeito a quem ‘venda, permuta, dá em pagamento, em locação ou em garantia coisa alheia como própria.’” (Acréscimo nosso) (ALVES, José Carlos Moreira. Da Alienação..., Ob. Cit. p. 178). No mesmo sentido, manifesta-se também Melhim Namem Chalhoub, para quem: “o fiduciante é titular de um direito real de aquisição, (...). O direito do fiduciante é transmissível, inclusive por sucessão hereditária.” (CHALHUB,

expectativo real à retroaquisição do direito cedido é parte integrante do seu patrimônio – diferentemente do direito cedido em si, que agora, mesmo com fins de garantia, está atrelado ao patrimônio do cessionário fiduciário –, não há qualquer objeção que impeça a sua cessão. Pelo contrário, é ele transmissível como qualquer outro direito integrante do patrimônio do cedente fiduciante.

Com efeito, percebe-se que, a partir da cessão do direito expectativo à retroaquisição da titularidade plena do bem anteriormente cedido, sem que isso compreenda uma nova cessão do mesmo bem, é perfeitamente possível que o devedor (cedente fiduciante) estabeleça uma ordem de prioridades entre diversos credores, tendo por base o mesmo direito econômico, mas sem que isso represente uma cessão ilegal, capaz de resultar na consequência descrita no art. 171, § 2º, I, do CPBra. Na realidade, ao fazer a cessão do direito expectativo real à retroaquisição da titularidade plena sobre os bens ou direitos cedidos fiduciariamente, e não sobre o mesmo direito econômico inicialmente cedido, poder-se-á chegar a um cenário de todo análogo a um direito real limitado de garantia (penhor, hipoteca e anticrese) que apresente diversos graus de prioridades entre credores. Para se compreender de forma adequada o que aqui se afirma, vale analisar, exemplificativamente, o que poderia ocorrer no caso de um acionista que deseja ceder seu Direito Expectativo aos Dividendos a três diferentes credores, de forma que cada um deles fique subordinado em relação ao outro.

Uma primeira opção de garantia real que se colocaria à disposição do acionista seria um penhor de direitos, com fundamento nos arts. 1.451 e ss. do CCBra. Neste caso, o acionista poderia, inicialmente, constituir penhor de primeiro grau sobre o seu Direito Expectativo aos Dividendos relativos a um determinado número de ações e exercícios sociais, em benefício de um dos três credores. Ato contínuo, ou em momento posterior, o acionista poderia, com fundamento no art. 1.456 do CCBra, estabelecer penhores de segundo e de terceiro grau, respectivamente, ao segundo e ao último credor, de forma a lhes garantir, com ordem de prioridade (em caráter real) subordinada, o pagamento pelas dívidas financeiras devidas.

Nesse cenário, portanto, em que há penhor até terceiro grau sobre o mesmo direito econômico, algumas reestruturações das garantias serão observadas, a depender do cenário específico. No caso de adimplemento da dívida do primeiro credor, extinguir-se-á o penhor a este constituído, passando os penhores de segundo e de terceiros graus para a ordem de

Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. pp. 146-147).

preferência anterior, ou seja, o segundo passará a ser o primeiro e o terceiro será promovido a segundo, tudo conforme o princípio da prioridade das disposições. No entanto, diante de um inadimplemento generalizado, que afete os três credores da mesma forma, a excussão da garantia determina que, do montante total arrecadado com os direitos patrimoniais objetos da garantia, o primeiro credor seja também o primeiro a ser satisfeito, sendo certo que o valor pecuniário eventualmente excedente, relativo ao Direito Expectativo aos Dividendos empenhados, deverão ser destinados, nesta ordem, aos credores de segundo e de terceiro grau. Se ao final ainda existirem recursos disponíveis, então a quantia remanescente é finalmente entregue ao acionista ou aos seus demais credores. A preferência dos credores garantidos pelo penhor, inclusive quanto à ordem entre os próprios credores, apenas não será observada em caso de processo falimentar e/ou de recuperação judicial, nos quais os interesses dos credores pignoratícios ficarão subordinados aos créditos de outros credores (em especial, os créditos trabalhistas até 150 salários mínimos, conforme art. 83, I, da Lei de Falência e Recuperação).

Transpondo este mesmo caso prático para um cenário em que a garantia real utilizada é a cessão fiduciária de direitos – cujo direito real dela decorrente (a titularidade fiduciária) será transferida de acordo com alguns dos negócios jurídicos de disposição típicos existentes no Direito positivo brasileiro (art. 1.361 a 1.368-A do CCBra, art. 66-B da Lei nº 4.728/1965 e arts. 17 a 20 da Lei nº 9.514/1997), ou mesmo mediante a inserção de cláusula de condição resolúvel específica (art. 1.359 do CCBra) ou, ainda, de compromisso obrigacional de restituição da titularidade plena dos direitos econômicos cedidos (negócio fiduciário em sentido técnico) – haveria uma dificuldade prática imediata. Por força do disposto no art. 171, § 2º, I, do CPBra, não seria possível ao acionista, já tendo cedido fiduciariamente o seu Direito Expectativo aos Dividendos ao primeiro credor, ceder esse mesmo direito (com todas as qualidades e fatores que o determinam) em favor de um segundo credor. Afinal, sobre o referido direito, deixou ele de deter, ainda que em caráter resolúvel, poder de disposição. No entanto, seria possível a ele, em benefício do segundo credor, ceder – não mais enquanto acionista, mas enquanto cedente fiduciante da cessão anteriormente celebrada – o direito expectativo que detém a retroadquirir a plena titularidade sobre os Direitos Expectativos aos Dividendos já cedidos. O mesmo poderia ser feito também em relação ao terceiro credor, porém, neste caso, o objeto cedido seria o direito expectativo a retroadquirir o direito expectativo decorrente da segunda cessão, haja vista que o direito expectativo da primeira foi cedido, justamente, ao segundo credor, antes do terceiro.

Esta corrente de cessões de direitos expectativos poderia se efetivar indefinidamente e tantas vezes quanto fossem necessárias, da mesma forma que ao acionista é garantido estabelecer um penhor de diversos graus, sobre um direito econômico qualquer, em favor de inúmeros credores.

Nesta hipótese, portanto, em que há titularidades fiduciárias, as mesmas situações apontadas anteriormente para o penhor teriam uma solução bastante similar, porém com justificativas jurídicas distintas e vantagens econômicas adicionais. No caso de adimplemento da dívida obtida junto ao primeiro credor, a titularidade fiduciária a ele atribuída é resolvida em favor do acionista, voltando este último a ser titular pleno dos Direitos Expectativos aos Dividendos cedidos. No entanto, como o acionista cedeu fiduciariamente ao segundo credor o seu direito expectativo à retroaquisição do Direito Expectativo aos Dividendos, é para a esfera patrimonial deste último, e não para do acionista, que tal direito será transferido. Em relação ao terceiro credor, nada muda, pois o direito a ele cedido foi o direito expectativo de reaver a propriedade plena sobre o direito expectativo relativo à segunda cessão. Como a segunda cessão permanece, pois o adimplemento se deu apenas em relação à dívida do primeiro credor, permanece também o direito que serve de garantia ao terceiro credor. Por sua vez, diante de um inadimplemento generalizado, que afete os três credores da mesma forma, a excussão das garantias reais fiduciárias determinaria que, do montante total arrecadado com os direitos patrimoniais objetos da garantia (ou seja, com os direitos aos dividendos expectativos ou de créditos), o primeiro credor será, por óbvio, o primeiro a se beneficiar dos recursos recebidos, que são, aliás, de sua titularidade. Porém, como essa titularidade é limitada ou, pelo menos, não inteiramente plena (exceto no caso da titularidade fiduciária resultante de um negócio fiduciário em sentido técnico, a ser explicado mais adiante), caberá ao primeiro credor ficar apenas com o montante necessário para satisfazer o saldo devedor da sua dívida, passando a quantia remanescente, *ipso iure*, a ser novamente de titularidade do acionista. Porém, como este cedeu, ao segundo credor, o direito expectativo que tinha a retroadquirir o direito ao dividendo cedido que remanescesse da excussão da primeira garantia, será a este segundo credor, portanto, que tal titularidade será repassada. Esse ciclo persistirá até que o terceiro e último credor seja também satisfeito. Se ao final de toda a cadeia ainda existir percentual do direito ao dividendo cedido, esse percentual pertencerá então, definitiva e de forma plena, ao acionista. A grande vantagem em relação ao penhor é que, até a chegada final da cadeia, ou seja, até o acionista voltar a ser titular de uma parte dos direitos cedidos, nenhum crédito

ou determinação de outros credores, reunidos na massa falida ou no processo de recuperação judicial do acionista, poderão interferir nas garantias reais fiduciárias estabelecidas. Mas tal solução apenas foi possível porque, desde o início, as cessões fiduciárias foram realizadas tendo por objeto direitos existentes, isto é, expectativos ou de crédito presentes. Tivesse em algum momento desta cadeia sido realizada uma cessão de direitos expectados (Direitos de Crédito de Dividendos futuros ou ainda direitos econômicos futuros remanescentes de garantias reais), não teria sido possível atingir o mesmo resultado.

Justamente por isso, parece-nos absolutamente correta a opção jurídica adotada pelo Estado do Paraná, no que se refere a estruturação de suas garantias reais – em especial, a titularidade fiduciária em garantia – para fins de seus projetos de PPP. Por meio do Decreto Estadual nº 12.283, de 14 setembro de 2014, o Poder Executivo Estadual previu que o Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Paraná – FGP/PR – cujo patrimônio é formado exclusivamente com bens públicos do Estado²⁶ – poderia contratar com os respectivos parceiros privados do Estado, dentre outras formas de garantias, cessão fiduciária dos direitos aos dividendos e/ou de juros sobre capital próprio decorrentes das principais companhias estaduais. É exatamente isso o que dispõe o art. 13 do referido Decreto²⁷. Pois

²⁶ De acordo com o art. 9º do Decreto Estadual nº 12.283, de 14 setembro de 2014, o Poder Executivo Estadual fica autorizado a contribuir para o Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Paraná – FGP/PR diversos bens e direitos, a fim de que o Estado do Paraná possa integralizar suas quotas no fundo e, consequentemente, dotá-lo de patrimônio próprio. Dentre esses direitos estão, conforme explicita o inciso I do referido artigo: “direitos aos dividendos e/ou juros sobre o capital próprio, entre outros direitos econômicos referentes à totalidade das ações, de qualquer classe, detidas pelo Estado do Paraná na Companhia Paranaense de Energia – COPEL e na Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, por período não inferior a 35 (trinta e cinco) anos ou pelo prazo assinalado no instrumento da garantia, o que for maior, conforme termo de cessão a ser formalizado entre o Administrador do FGP/PR e o Estado do Paraná, excetuados os direitos econômicos das ações tratadas no inciso IV, abaixo”. O interessante deste dispositivo é observar que: (i) Primeiro: O acionista, Estado do Paraná, não é o cedente fiduciante direto dos direitos aos dividendos, mas sim o FGP/PR. Logo, inicialmente, há uma cessão pura e simples de direitos aos dividendos do Estado para o FGP/PR, sendo este o ente que, posteriormente, cederá fiduciariamente os mesmos direitos a cada um dos parceiros privados; e (ii) Segundo: Apesar de não ser explícito quanto à natureza do direito aos dividendos, ou seja, se seriam os expectativos ou os futuros direitos de crédito, tudo indica que a opção tenha sido por aqueles. A corroborar esse entendimento, observa-se a intenção do Estado de fazer uma cessão presente, com vinculação de receitas futuras. Isso, a nosso ver, exige a eficácia dispositiva da cessão já no momento inicial em que ela é realizada, e não de forma paulatina e futura, a medida em que cada dividendo venha a se concretizar como verdadeiro direito de crédito em favor do Estado do Paraná. Adicionalmente, se fosse o direito de crédito futuro o objeto da cessão, e não o direito expectativo a ele (que é atual), não seria possível ao FGP/PR constituir, no momento presente, um direito real ao particular, fator este que enfraqueceria o conjunto de garantias outorgados a este mesmo particular e não atenderia o nível de segurança almejado pelo capital privado. Ademais, os próprios elementos de determinabilidade do direito induzem a esse mesmo entendimento: há preocupação em especificar (a) em relação a quais ações os direitos serão cedidos, (b) o prazo máximo ao qual o direito expectativo corresponderá (35 anos); (c) o valor total a ser cedido, valor este que, obviamente, precisará ser realizado dentro do período anteriormente informado; e, até mesmo, (d) que a cessão será registrada nos livros societários da companhia.

²⁷ “**Art. 13.** Nos termos dos arts. 25 a 36 da Lei Estadual 17.046, de 11 de janeiro de 2012 e do respectivo contrato de parceria público-privada, sempre observada a prioridade estabelecida no parágrafo único do art. 10, acima, o FGP/PR, por intermédio do Administrador do FGP/PR, poderá contratar com o parceiro privado,

bem, ao estabelecer esse mecanismo de garantia, o Estado do Paraná antecipou o fato de que existiria uma ordem de prioridade entre os projetos de PPP, decorrente da ordem cronológica de sua realização, razão pela qual haveria uma subordinação natural entre os parceiros privados no que se refere às garantias. Para formalizar essa subordinação, o instrumento encontrado foi, justamente, a cessão fiduciária de sucessivos direitos expectativos à retroaquisição dos Direitos Expectativos aos Dividendos cedidos ao primeiro credor (ou seja, o primeiro parceiro privado). É exatamente isso o que se extrai do § 2º do art. 13. Ou seja, a cessão fiduciária a ser celebrada com o “segundo parceiro privado em diante” deve recair não sobre os direitos aos dividendos já cedidos – nem poderia, pois o FGP/PR não teria mais poder de disposição sobre eles –, mas sobre o “direito real de retroaquisição”.

Colocando o que dissemos em perspectiva, é possível ilustrar a subordinação sucessiva de direitos reais de retroaquisição nos seguintes termos:

a título de garantia das obrigações pecuniárias devidas a esse último pelo parceiro público, a cessão fiduciária dos seguintes bens e direitos, por período não inferior ao prazo assinalado no respectivo contrato de parceria público-privada: (...)

II - direitos aos dividendos e/ou juros sobre o capital próprio, entre outros direitos econômicos referentes à totalidade das ações de qualquer classe detidas pelo Estado do Paraná na Companhia Paranaense de Energia – COPEL e na Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, que serão fiduciariamente cedidos ao parceiro privado, por período não inferior ao prazo assinalado no contrato de parceria público-privada, observada a ordem de prioridade do art. 10, parágrafo único, excetuados os direitos econômicos das ações tratadas no inciso III, abaixo; (...)

§ 2º A cessão fiduciária dos direitos aos dividendos e/ou juros sobre o capital próprio, entre outros direitos econômicos referentes à totalidade das ações de qualquer classe, detidas pelo Estado do Paraná na Companhia Paranaense de Energia – COPEL e na Companhia de Saneamento do Paraná – SANEPAR, bem como das ações preferenciais de titularidade do FGP/PR, celebrada pelo Administrador do FGP/PR com o segundo parceiro privado em diante, referir-se-á exclusivamente ao direito real de retroaquisição.

§ 3º As cessões fiduciárias constarão dos livros societários e, adicionalmente, dos Registros de Títulos e Documentos das circunscrições da sede do Governo do Estado do Paraná, das sedes das Companhias cedidas e da sede do FGP/PR. (...)” (Destaques nossos).

Diante disso, o reconhecimento do direito expectativo real de retroaquisição permite agora visualizar diferentes formas de subordinação entre credores que podem ser feitas em relação às garantias reais de um projeto. Cada uma delas apresenta particularidades distintas e, portanto, efeitos jurídicos também distintos, que precisam ser considerados pelas partes que desejam constituir preferências entre credores, tendo por base garantias atreladas ao um mesmo bem ou direito:

Quadro 9.1.1 – Formas de Subordinação entre Credores

Subordinação entre Credores	
Subordinação Obrigacional entre Credores	
A cessão fiduciária seria constituída sobre um único bem (direito aos dividendos), em favor de um conjunto de credores, e haveria regras de natureza obrigacional estabelecendo a ordem de preferências. Justamente por ser de natureza obrigacional, a subordinação entre os credores dependeria da anuência e concordância de todos eles. Esta é a forma comumente utilizada nos negócios empresariais para efetivar a ordem de prioridade entre credores garantidos com uma mesma cessão/alienação fiduciária.	
Cessão Fiduciária com Condição Suspensiva	
A cessão fiduciária realizada em benefício do segundo credor apenas seria eficaz após o restabelecimento da titularidade plena do direito pelo cedente. Apesar de possível juridicamente, tal hipótese exigiria que o bem transitasse novamente pelo patrimônio do devedor antes de poder ser transferido ao novo credor (momento em que surgiria o direito real), o que implicaria sérios riscos de efetividade desta forma de garantia. Afinal, conforme já destacado, não constituindo esse contrato um direito real desde o momento de sua celebração, poderia ele ser rescindido pelo administrador da falência, com base no art. 117 da Lei de Falência e Recuperação.	
Cessão Fiduciária do Direito Real de Retroaquisição	
A cessão fiduciária seria realizada sobre um único objeto (direito aos dividendos), em favor de um único credor. O devedor então, sem a necessidade da anuência do credor original, pode constituir cessão fiduciária sobre seu direito real expectativo à retroaquisição da plena titularidade do bem (ou dos direitos que sobrejarem após uma eventual excussão). Essa estrutura de cessão fiduciária sobre os <i>direitos expectativos</i> permitiria que o devedor constituísse diversas cessões fiduciárias sobre direitos expectativos distintos (<i>direitos expectativos sobre direitos expectativos</i>), embora atrelados ao mesmo bem. Na prática, seria algo análogo a um penhor ou outro direito real de garantia em graus diversos, sem incorrer em crime de estelionato, nos termos do art. 171, § 2º, I, do CPBra.	

Titularidade Fiduciária Plena (decorrente de Negócio Fiduciário em Sentido Técnico). Tudo o que se apresentou até aqui em relação à posição do cedente fiduciante diante da titularidade fiduciária é também aplicável àquela decorrente de um negócio fiduciário em sentido técnico. No entanto, há uma particularidade essencial que precisa ser (mais uma vez) destacada.

Quando a titularidade sobre um determinado direito é cedida em caráter fiduciário puro, sem condição de resolubilidade a ela inerente, há mero vínculo obrigacional a impor um dever ao cessionário de restituir os direitos cedidos em garantia. Sem dúvida alguma, o cedente fiduciante continua titular de um direito expectativo à retomada (reaquisição) da titularidade plena dos direitos cedidos ao credor, mas tal direito, diferentemente do que foi visto até agora, não será de caráter real, e sim obrigacional. Dessa forma, enquanto o direito

expectativo real garante ao seu titular a retroaquisição, *ipso iure*, sobre o direito cedido, o direito expectativo obrigacional garante ao seu titular a aptidão de exigir que o credor retransmita o bem, diante da ocorrência da condição estabelecida para tanto, ou pague perdas e danos no caso de não fazê-lo. No entanto, não poderá, a exemplo dos outros negócios dispositivos fiduciários típicos ou contratuais, voltar a ser titular pleno dos direitos cedidos, caso o cessionário opte por não colaborar com a sua restituição.

Por essa razão, apesar de ser um direito passível de cessão como qualquer outro, o direito expectativo obrigacional reveste-se de fragilidades e riscos adicionais ao credor, justamente pelo desapego que tem com o plano do direito das coisas. Perde ele, portanto, comparativamente ao direito expectativo real de retroaquisição, a imunidade contra disposição (art. 291 do CCBra)²⁸.

9.1.2. O Cedente Fiduciante no Plano do Direito das Obrigações

A titularidade fiduciária constituída sobre determinados direitos é cercada por vínculos meramente obrigacionais estabelecidos entre cedente e cessionário²⁹. Esses vínculos decorrem do próprio regime jurídico aplicável à cessão de créditos, o qual, por força de pertinência estrutural, deve fundamentar também as cessões fiduciárias de direitos, típicas ou atípicas, especialmente quando o regime que lhes é próprio não disciplinar o tema de forma diversa.

O primeiro aspecto que desperta a possibilidade de regulação convencional entre as partes decorre do disposto no art. 295 do CCBra, o qual determina ser o cedente responsável pela existência do direito cedido, ao tempo que lhe cedeu.

Por *existência*, dever ser entendido não apenas a verificação presente do direito em si mesmo (a partir do surgimento dos elementos constitutivos de seu suporte fático), o que poderíamos referir como *existência em sentido estrito*³⁰, mas também de todos os aspectos pertinentes à sua pretensão e mecanismos de ação³¹, o que poderíamos referir como

²⁸ “A precisão está em que o titular de direito subjetivo real de aquisição está imune contra a disposição, preferindo a quaisquer aquisições subsequentes ao se verificar o advento do termo ou o implemento da condição.” (VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. pp. 308-309).

²⁹ HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 60.

³⁰ “Quanto ao crédito em sentido estrito, ele é considerado inexistente quando não existe o fato jurídico lato sensu – negócio jurídico, ato-fato jurídico lícito ou ilícito, ato ilícito absoluto ou relativo ou fato jurídico stricto sensu lícito ou ilícito – do qual se diz ter emanado.” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 64-65).

³¹ “Se o crédito existe e não existe a obrigação, tem-se como responsável o cedente: portanto, na expressão

exigibilidade. Por esse motivo, é possível dizer que a responsabilidade do cedente pela existência do direito cedido tem duas vertentes: de um lado, a existência (em sentido estrito) do crédito, que é verificável no exato momento da cessão; e, por outro, a sua exigibilidade, que diz respeito aos eventos que, por sua própria natureza, são verificáveis apenas posteriormente à cessão e podem, portanto, resultar na extinção, total ou parcial, do direito anteriormente cedido³². Sendo assim, o cedente é responsável por qualquer fato que, já existente à época da cessão, torne o direito cedido passível de ser extinto ou excluído (deixando de existir, portanto, em razão de evento superveniente), tal como pode se verificar nos casos de compensação de crédito; de condicionamentos sobre direitos que eram, em princípio, puros; de objeções que possam vir a ser apresentadas pelo devedor; ou, ainda, de declarações de anulabilidade ou nulidade do crédito³³.

Por essa razão, considera-se correta a observação de que *“a responsabilidade do cedente pela existência [em sentido estrito] do crédito somente existe até o momento em que o mesmo é transferido. Transladado o crédito, salvo quando foram apresentadas pelo devedor exceções ou objeções ligadas ao cedente, contra o crédito, que o torne “inexistente” [ou seja, aspectos pertinentes à sua exigibilidade], não haverá ocorrência de responsabilidade.”* (Acréscimos nossos)³⁴. Apesar disso, mesmo quando verificada a extinção do direito após a sua cessão ao cessionário, sem que o cedente tenha concorrido para o evento que resultou na referida extinção, poderá ser ele, ainda assim, responsabilizado, caso tenha sido verificado o descumprimento de algum dos seus deveres laterais de boa-fé³⁵.

A não verificação da existência do direito implica a responsabilização do cedente, que deverá restituir o preço recebido e também pagar as perdas e danos adicionais incorridas pelo cessionário, inclusive no que se refere aos custos judiciais de cobrança. No caso das

“existência do crédito” se inclui a “existência da pretensão”; portanto basta que não exista a pretensão para que o cedente seja responsável. Se o crédito não pode ser exigido ou acionado porque o impede exceção, responde o cedente, - o que mostra quão imprópria é a expressão “existência do crédito”. Idem, se pode ser excluído, no todo ou em parte, pela compensação, ou por haver condição. Ou se já fora solvido.” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 393).

³² (i) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 522; e (ii) MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. p. 352.

³³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. pp. 392-396.

³⁴ HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 63.

³⁵ HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 63.

cessões realizadas com fim de garantia (típica ou atípica), essa responsabilização poderá também ocorrer na forma do art. 1.425, I, do CCBra (aplicável, por expressa referência, a todos os casos de titularidades fiduciárias típica), o qual determina o dever do cedente fiduciante de substituir ou reforçar a garantia anteriormente concedida.

Apesar de empregar a expressão “*ainda que não se responsabilize*”, tem sido aceito na doutrina que a regra jurídica contemplada no art. 295 do CCBra é de caráter dispositivo, podendo ser afastada pela vontade dos contratantes³⁶. Ao afastá-la, de forma expressa, total ou parcialmente, o cedente deixará de responder pela existência do crédito, especialmente no que tange a eventuais perdas e danos sofridas pelo cessionário, tendo, por vezes, apenas que restituir o preço recebido no caso das cessões onerosas. E nem poderia ser diferente. Afinal, é perfeitamente possível que o direito cedido não exista no momento presente, e nem venha a existir em momento futuro, sem que isso deva imputar, necessariamente, qualquer responsabilidade ao cedente. É o que ocorre, p. ex., nos casos das cessões de créditos ou de direitos celebradas sob a regência de um contrato aleatório, cujo risco da não existência seja integralmente assumido pelo adquirente/cessionário, nos termos do art. 458 do CCBra. Nesta hipótese, a responsabilidade do cedente se limitaria, de forma convencionada com o cessionário, apenas aos atos eventualmente realizados no sentido de impedir ou de se abster de fazer com que o direito futuro cedido venha a surgir (conforme esperado pelo cessionário). Seria, de certa forma, o que se verificaria na situação de uma cessão (não fiduciária) de Direitos de Crédito de Dividendos, na qual estes – futuros e incertos – deixassem de ser constituídos como deveriam, em favor do cessionário (que assumiu o risco de sua não existência), em virtude de medidas praticadas pelo acionista/cedente que possam ser entendidas como contrárias à boa-fé (p. ex. favorecimento desmedido do autofinanciamento societário). Neste último caso, mesmo tendo o cessionário assumido o risco da não existência do direito no contexto de um contrato aleatório, caberia ao cedente a respectiva responsabilização (não pela inexistência do crédito, mas sim pela conduta reprovável do cedente no sentido de impedir o seu surgimento).

No entanto, a questão da responsabilização pela existência do direito, ao menos no campo das cessões de direitos para fins de garantia, ganha relevância, justamente, após a existência em si do crédito e da sua efetiva translação ao cessionário, pois é neste momento

³⁶ (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXIII (atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery), Ob. Cit. p. 396; (ii) HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 61; e (iii) BEVILÁGUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil*. Vol. IV. 12ª Edição. Atual. por Achilles Beviláqua e Isaias Beviláqua. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1955. pp. 188-189.

que a garantia real propriamente dita passará a existir. Neste caso, desde que não sejam afastadas expressamente por convenção entre as partes, apenas as eventuais exceções ou objeções imputáveis ao cedente, decorrentes de fatos anteriores à cessão, poderão ser indenizadas. Ou seja, os aspectos que possam ser entendidos como limitadores da *exigibilidade* do direito cedido. É o que ocorreria no caso, p. ex., de uma cessão fiduciária de Direitos de Crédito de Dividendos presentes na qual o cessionário, após já ter recebido o direito (objeto) da cessão, vem a ser confrontado com uma compensação de crédito feita pela companhia, tendo por base um aporte de capital não integralizado pelo acionista cedente (e remisso) antes da formalização da cessão fiduciária. Neste caso, haveria causa para que o cedente indenizasse o cessionário por frustração de garantia, o que se viabilizaria, portanto, por meio da substituição ou reforço da garantia, sem prejuízo do pagamento de eventuais perdas e danos adicionais incorridos pelo credor.

Outro aspecto que permite a regulação convencional entre as partes decorre do disposto no arts. 447 e ss. do CCBra, os quais imputam responsabilidade ao cedente em decorrência da evicção.

A evicção não se confunde com a existência do direito cedido. Ela ocorre nos casos em que o direito, já existente, não se encontra mais na esfera patrimonial do cedente no momento em que a sua translação ao cessionário deve ocorrer (mas sim no patrimônio de um terceiro, que o adquiriu previamente do cedente ou que a ele nunca chegou a transferir o direito prometido), bem como nas situações em que, embora o direito esteja no patrimônio do cedente, não pode ele ser cedido ao cessionário em virtude de algum fator que restrinja o poder de disposição sobre o referido direito.

A primeira situação verificar-se-ia, p. ex., no caso de uma cessão fiduciária de Direitos de Créditos de Dividendos futuros, na qual o acionista cedente, após a celebração do negócio de cessão, vem a alienar a sua participação social a terceiros. Exceto se for admitida a Teoria da Imediação no Brasil (*Unmittelbarkeitstheorie*), hipótese que não nos parece possível (pelas razões já expostas no Subcapítulo 7.2.2), será preciso reconhecer que, salvo nos casos em que o novo titular das ações anísse com a transmissão do crédito formado, o cessionário ficaria sem direito algum sobre o objeto da cessão, uma vez que, ao tempo no qual o direito futuro se materializasse e devesse ser então transmitido ao cessionário, o cedente já não mais disporia do direito em sua esfera patrimonial, devendo responder, portanto, por sua evicção, nos termos do art. 447 do CCBra.

Já a segunda situação seria encontrada, p. ex., no cenário em que o acionista

desejasse ceder um Direito de Crédito de Dividendo ou o Direito Expectativo aos Dividendos, mas não pudesse fazê-lo porque tais direitos estão sujeitos à cláusula de inalienabilidade ou já se encontram gravados em favor de outros credores.

Nesses termos, a evicção é algo que afeta a própria eficácia dispositiva do contrato de cessão, impedindo, como consequência, o surgimento da garantia real pretendida. De qualquer forma, seus efeitos são de importante consideração pelas partes, especialmente se elas optarem por fazer um contrato de cessão de direitos futuros, cuja eventual evicção não possa ser afastada, de pronto, no momento presente.

A responsabilidade pela evicção pode ser também, a exemplo do que já ocorre com a responsabilidade pela existência do crédito, reforçada, diminuída ou mesmo excluída, desde que as partes assim convençionem no instrumento de cessão (art. 448 do CCBra).

Finalmente, as partes de um contrato de cessão fiduciária de direitos podem ainda convençionar a responsabilidade do cedente em relação à solvabilidade do devedor, conforme previsto no art. 296 do CCBra. Aqui, portanto, diferentemente do que se observa quanto à existência do crédito ou à evicção, o cedente não apresenta, em princípio, qualquer responsabilidade pela solvência do devedor dos direitos econômicos cedidos, exceto se, expressamente, aceitá-la. E aceitando-a, passa estar sujeito também ao disposto no art. 297 do CCBra.

Dizer que o cedente é responsável pela solvência do devedor é o mesmo que dizer que a cessão ocorrida se deu em caráter *pro solvendo*. A cessão *pro soluto*, portanto, é aquela na qual não há tal responsabilidade para o cedente.

A responsabilidade pela solvência pode ser não apenas em relação ao valor inadimplido pelo devedor, mas também quanto à pontualidade com que o pagamento foi realizado. Tratando-se de uma cessão em garantia, a imputação de tal responsabilidade ao cedente pode ser bastante importante na perspectiva do credor, uma vez que o não pagamento dos direitos cedidos na data esperada por trazer reflexos importantes na gestão de risco relativo ao Negócio Financeiro Garantido.

Apesar de ser possível o afastamento das responsabilidades decorrentes da existência do crédito, da evicção e/ou da solvibilidade do devedor, a verdade é que, em matéria de cessão fiduciária, a finalidade da garantia e os interesses dos credores irão se sobressair, fazendo com que o cedente fiduciante (devedor da dívida principal) assuma, portanto, todas as responsabilidades possíveis.

9.2. A Posição Jurídica do Cessionário Fiduciário

9.2.1. O Cessionário Fiduciário no Plano do Direito das Coisas

A posição jurídica do cessionário (credor) em relação à titularidade fiduciária será mais bem analisada ao longo dos Capítulos X e XI, ao se avaliar a forma como a garantia deverá ser operacionalizada, excutida e/ou resolvida, nos cenários em que se verifica o adimplemento (situação de *impleta condicione*) ou o inadimplemento (situação de *defecta condicione*) da dívida garantida.

No entanto, mesmo quando está pendente a satisfação do Negócio Financeiro Garantido (*pendente condicione*), a titularidade fiduciária sobre direitos econômicos apresenta características bastante particulares, ligadas, justamente, ao caráter limitado ou, pelo menos, não pleno e nem exclusivo, que ela assume no patrimônio do cessionário em razão da sua finalidade de garantia. Mais uma vez, parece ser uma boa metodologia segregar a análise da titularidade fiduciária resolúvel *ipso iure* (de pleno direito) da titularidade fiduciária plena (decorrente de negócio fiduciário em sentido técnico).

Titularidade Fiduciária Resolúvel Ipso Iure (de Pleno Direito). No caso da titularidade fiduciária resolúvel *ipso iure*, é importante observar que ela não garante ao cessionário fiduciário a possibilidade de utilizar, em qualquer situação, os recursos decorrentes dos direitos patrimoniais cedidos na medida em que estes forem sendo pagos. Se não há qualquer inadimplemento ou vencimento regular da dívida garantida que legitime a utilização dos direitos patrimoniais cedidos, nem qualquer arranjo obrigacional por meio do qual o cessionário credor deva manter o controle sobre o fluxo de recursos que forem sendo pagos, a exemplo do que se observa no caso das cláusulas de trava bancária, então a disponibilidade e o conseqüente o uso desses recursos serão garantidos de forma exclusiva ao cedente fiduciante (devedor). Nesse caso, deixam de existir os direitos patrimoniais fiduciariamente cedidos, em si mesmos, para passar a existir apenas recursos financeiros deles decorrentes; recursos estes que devem ser resguardados e reconhecidos como de plena propriedade do cedente sempre que não haja causa legal específica de sua utilização por parte do credor fiduciário. É de certa forma algo similar (embora não idêntico) ao que se passa com os bens corpóreos infungíveis alienados fiduciariamente, pois estes, enquanto pendente o vencimento da dívida, estarão na posse do devedor fiduciante, sendo por ele exclusivamente utilizados, sem que assista ao adquirente fiduciário qualquer possibilidade

de usar ou fruir da coisa³⁷. O uso ou fruição do direito de crédito ou patrimonial cedido – que é consubstanciado no seu pagamento pelo respectivo devedor e, conseqüentemente, em sua possível extinção, a depender de seus elementos caracterizadores – é do cedente fiduciante, ao menos enquanto pendente a condição resolutiva e não verificado o inadimplemento – relativo ou absoluto – da dívida garantida.

O entendimento acima decorre da leitura sistemática dos arts. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997, 1.455, *caput* e parágrafo único, do CCBra e 66-B, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.728/1965, os quais claramente estabelecem que, embora o credor seja responsável pela cobrança do crédito cedido, deverá tal crédito ser depositado pelo credor nos termos acordados com o devedor ou conforme ordenado pelo juiz. Se não há regramento específico quanto à gestão do dinheiro na situação de *pendente condicione*, e tão pouco há ordem judicial a respeito, o credor não poderá fazer outra coisa que não entregar ao devedor os recursos recebidos, liberando-os da garantia.

Pela mesma razão, não poderá o cessionário utilizar os recursos já recebidos para fins de pagamento ou amortização antecipada da dívida garantida, exceto se tenha expressamente convencionado tal possibilidade com o cedente fiduciante (devedor). Admitir o direito amplo e irrestrito do cessionário de se beneficiar dos recursos recebidos, seja para pagar a dívida ou amortizar antecipadamente parte do seu montante, sem dar a oportunidade para que o cedente cumpra sua obrigação por outros meios, ou mesmo venha autorizar a referida liquidação antecipada, seria tão absurdo quanto sugerir que a um proprietário fiduciário (nos termos do art. 1.361 do CCBra) é garantida a possibilidade de tomar para si a posse direta do bem que está com o alienante fiduciante, mesmo que não haja qualquer inadimplemento em relação à dívida principal.

Tal interpretação decorre da constatação de que, enquanto pendente a satisfação da dívida garantida e não verificado qualquer evento de inadimplemento ou vencimento regular de parcelas da dívida, a única forma sob a qual os recursos pagos por conta dos direitos cedidos podem ser utilizados pelo credor é mediante acordo expresso com o cedente fiduciário, no campo meramente obrigacional, e não como decorrência jurídica da

³⁷ Ao tratar de forma específica da propriedade fiduciária (art. 1.361 do CCBra), José Carlos Moreia Alves assim se posicionou: “*Alienada fiduciariamente a coisa móvel ao credor, este se torna proprietário resolúvel dela. Essa propriedade resolúvel, porém – como já o acentuamos –, é bastante limitada, em virtude do escopo de garantia que a restringe. À diferença da propriedade resolúvel comum, em que seu titular goza das diferentes faculdades jurídicas que integram o conteúdo do domínio, na propriedade fiduciária o adquirente não dispõe da posse direta sobre a coisa, nem pode usar ou fruir dela.*” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 186).

titularidade fiduciária (direito real) que passou a deter. Nesse sentido, a posição de Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos é bastante reveladora, especialmente por ter sido feita no contexto de uma titularidade fiduciária que decorre de um negócio fiduciário em sentido técnico: *“Nesses casos, quando o crédito cedido já tenha sido cobrado pelo cessionário antes do vencimento do crédito garantido, podem as partes celebrar um acordo com vista a simplificar pagamentos (como aponta G. Roth/Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 2, Schuldrecht, Allgemeiner Teil, § 398, p. 1584: “die Form der Tilgung kann als bloße Vereinfachung oder Abrechnungsmodalität gewahrt sein”) evitando que o cedente/devedor pague ao cessionário quando este depois – em seguida – tem que lhe entregar uma quantia superior (resultante da cobrança do crédito ao devedor cedido). Não se trata, no entanto, de compensação operada pelo cedente/devedor, porque o crédito à restituição do montante cobrado pelo cessionário só nasce, como vimos, depois de extinta a obrigação que visa garantir. Também convém não confundir este eventual acordo com qualquer função solutória realizada pelo crédito cedido e entretanto cobrado. O cessionário/credor continua a não se poder satisfazer pelo montante recebido, tendo de esperar pelo vencimento da obrigação garantida. Porém, por uma questão de simplificação das relações entre as partes, na data do cumprimento da obrigação o devedor/cedente pode acordar com o cessionário que a quantia cobrada assume então, e só então, um carácter solutório em relação à obrigação garantida. Semelhante acordo (de simplificação de pagamentos) é necessário, pois, para que o cessionário se possa satisfazer sobre essas garantias. Caso contrário, terá que se proceder ao cumprimento primeiro pelo cedente, vencendo-se depois de imediato, conforme dito, a obrigação do cessionário de entregar a quantia cobrada.”*³⁸

Se, além de um direito real de/em garantia sobre os direitos econômicos cedidos, o credor desejar ter também uma garantia sobre os recursos financeiros deles decorrentes – que, após terem sido destinados ao cedente em um cenário de *pendente condicione*, passam a ser distintos do direito de crédito ou patrimonial cedido –, deverá cuidar para estabelecer regras obrigacionais que restrinjam o acesso do devedor a esses recursos (p. ex.: conta garantia, estrutura de cláusula de trava bancária, entre outras que possam interessar às partes) ou mesmo constituir uma nova garantia real especificamente sobre esses recursos (p. ex.: mediante penhor ou cessão fiduciária de contas bancárias nas quais esses recursos ficarão depositados). Tratam-se, portanto, de medidas que transcende, em si mesma, à titularidade

³⁸ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 595-596.

fiduciária sobre direitos.

O direito cedido ao credor, ainda que com finalidade meramente fiduciária, transfere-se com todos os acessórios, ações, pretensões e demais direitos a ele relativos, uma vez que a sua simples transferência para a esfera patrimonial de outrem não pode resultar no enfraquecimento de suas qualidades³⁹.

As ações e pretensões, que estão relacionadas com a própria exigibilidade do direito cedido, são cedíveis juntamente com o direito. É essa a posição que tem prevalecido na doutrina brasileira, especialmente após o importante trabalho de Clóvis do Couto e Silva, no qual este autor defende a visão de não ser possível, a luz do Direito pátrio, transmitir um direito de crédito que esteja desprovido de seus necessários mecanismos de ação e pretensão (cobrança)⁴⁰. Tal posição confronta com a de Pontes de Miranda, para quem seria possível ceder um direito de crédito de forma que o cedente resguardasse para si o direito de ação e/ou de pretensão⁴¹.

Por sua vez, os acessórios contemplam todas as garantias, os juros e as penas convencionais, bem como os direitos potestativos⁴². Os direitos ou poderes acessórios, diferentemente do que se passa com as ações e pretensões, são em regra cedíveis juntamente com o direito principal, salvo expressa convenção em contrário pelas partes (art. 287 do CCBra).

No caso da cessão fiduciária de quaisquer dos direitos aos dividendos e demais rendimentos societários, não faz sentido a referência às garantias, visto que os rendimentos societários são em si desprovidos de tal acessoriedade. Por outro lado, os juros e penas convencionais podem ser aplicados, pois é perfeitamente possível que a companhia, na condição de credora do acionista, fique em mora para com ele (ou para com o seu eventual

³⁹ “A transmissão do crédito verifica-se com todas as vantagens e defeitos que o crédito tinha, abrangendo, portanto, garantias e outros acessórios (...). Esta solução é uma consequência da admissibilidade da circulação dos créditos, da qual resulta que a cessão não pode provocar qualquer enfraquecimento do direito cedido, o que inevitavelmente ocorreria se as garantias e outros acessórios se perdessem, em caso de ocorrer a sua alienação. É, no entanto, de referir que a expressão “acessórios” se encontra utilizada em sentido amplo, podendo compreender várias situações jurídicas, que de uma forma ou de outra se encontrem em conexão com o direito de crédito.” (MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 324-325).

⁴⁰ SILVA, Clóvis do Couto e. *Cessão de...*, Ob. Cit. pp. 10-14. Nesse mesmo sentido, posicionou-se ainda Gustavo Haical: “Como o direito de crédito somente é realizável com a pretensão, não pode haver a cisão entre esta e o crédito, pois a pretensão não pode ser cedida se o direito fica sem eficácia” (HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. p. 43).

⁴¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 363-364.

⁴² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 372-376.

cessionário), arcando, portanto, com os respectivos juros de mora e demais penalidades possivelmente acordadas.

No que se refere aos direitos potestativos, observa-se uma situação interessante. Tem sido aceito na doutrina a ideia de que tais direitos são transmissíveis juntamente com o direito principal cedido, desde que estejam diretamente vinculados a este último, e não à relação jurídica da qual o direito cedido é decorrente⁴³. No caso dos direitos aos dividendos (tanto expectativos, quanto de crédito), que são inerentes a, ou decorrentes de (conforme o caso), uma relação societária, existem alguns direitos potestativos que podem ser transmitidos ao cessionário. É o que se verifica, p. ex., com o direito pertinente à escolha da forma por meio da qual o pagamento dos dividendos, já distribuídos, poderá ser realizado – ou seja, se *in natura*⁴⁴ ou em espécie, se à vista ou em parcelas, etc. –, caso a companhia tenha disponibilizado tal opção ao acionista (e, portanto, ao cessionário do respectivo acionista). Afinal, estes direitos estão, em linha com o que prega o princípio, diretamente relacionados com o exercício do direito cedido em si mesmo.

Por outro lado, os direitos potestativos que possam afetar a formação, a redução, a ampliação, a alteração ou a extinção dos direitos aos dividendos (expectativos ou de crédito) não podem ser, em regra, cedidos, pois dependem da relação jurídica básica à qual estão vinculados (no caso, a própria participação societária). Dessa forma, percebe-se que os eventos formativos, redutores, ampliativos, alteradores ou extintivos do direito aos dividendos ocorrem necessariamente no âmbito da assembleia geral da companhia, mediante a aprovação das demonstrações financeiras e a deliberação acerca da distribuição alocativa dos lucros sociais entre os sócios. Esse fato acaba por remeter, portanto, tais direitos potestativos a um vínculo direto com os direitos políticos societários, os quais garantem ao acionista não apenas a possibilidade de participar da referida assembleia, mas também, e principalmente, de manifestar o seu voto⁴⁵ no sentido de orientar os aspectos pertinentes à

⁴³ Nesse sentido: (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo V (atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto), Ob. Cit. pp. 402-403; (ii) MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Cessão de...*, Ob. Cit. 342-347; e (iii) HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito...*, Ob. Cit. pp. 35-39. Em particular, vale a precisa observação de Carlos Alberto da Mota Pinto: “*Passam para o cessionário os direitos potestativos ligados ao crédito, como, por exemplo, o direito de escolha nas obrigações alternativas. Já não se transferirão, porém, os direitos potestativos que, segundo a aguda distinção devida originariamente a von Thur, estão ligados, não ao crédito, mas à relação obrigacional no seu todo, ou seja, à relação contratual, como, por exemplo, o direito de resolução ou de redução do contrato, o direito de o anular, o direito de confirmar o contrato anulável, etc.*” (MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição...*, Ob. Cit. p. 163).

⁴⁴ Sobre a possibilidade de pagamento de dividendos *in natura*, conferir: (i) COMPARATO, Fábio Konder. *Nota Sobre o Pagamento...*, Ob. Cit.; (ii) ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. pp. 167-172; e (iii) EIZIRIK, Nelson. *Dividendos. Pagamento in natura...*, Ob. Cit.

⁴⁵ Classificado pela doutrina como um “*direito-função*” para a consecução dos interesses sociais (RIBEIRO, 340

formação, alteração ou extinção dos direitos aos dividendos. No entanto, como tal prerrogativa é inerente à relação principal em si (ou seja, à participação social), e não propriamente ao direito aos dividendos (expectativos ou de créditos), é importante que exista, em princípio, a cessão da própria participação social, se a intenção das partes for atribuir ao cessionário a aptidão para, mediante o exercício ou a influência sobre o voto do acionista, evitar que os bens a ele cedidos (direitos aos dividendos) fiquem sujeitos às intempéries das discussões societárias, especialmente no que se refere aos conflitos de interesse relativos ao autofinanciamento societário.

Não obstante, apesar dessa necessária correlação entre titularidade da ação e legitimação para o exercício do direito de voto a ela inerente, nada impede que haja um acordo, no campo meramente obrigacional, entre o cedente e o cessionário de um negócio dispositivo fiduciário, típico ou atípico, a fim de regular o exercício do direito de voto pelo credor, com a intenção de fortalecer a sua posição jurídica frente à titularidade fiduciária que lhe foi transferida. É o que será visto no Subcapítulo 9.2.2 a seguir.

Titularidade Fiduciária Plena (decorrente de Negócio Fiduciário em Sentido Técnico). Antes de adentrarmos na análise do plano obrigacional no qual o cessionário está inserido, é importante fazer apenas uma distinção no que cerca a titularidade fiduciária plena.

Tal como já ressaltado neste trabalho, a titularidade fiduciária decorrente de um negócio fiduciário em sentido técnico não está submetida a nenhuma condição resolutiva, seja legal ou contratual. Tal característica afasta, portanto, qualquer limitação (de caráter real) frente à titularidade sobre os direitos cedidos e expõe o cedente fiduciante aos riscos fiduciários típicos, tais como: (i) o de não retransmissão dos direitos pelo cessionário fiduciário, em caso de adimplemento da dívida garantida; (ii) o de não entrega, pelo cessionário fiduciário, ao cedente fiduciante, dos valores que eventualmente sobejarem em razão da excussão da garantia; e (iii) o de não receber as quantias já pagas pelo devedor do direito cedido enquanto pendente, mas não inadimplida, a dívida garantida.

Isso não significa, entretanto, que não haja limitações à titularidade fiduciária no campo meramente obrigacional. Afinal, conforme destacado por Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos⁴⁶, mesmo em uma relação fiduciária em sentido técnico, o cessionário fiduciário está obrigado a observar a estrutura de funcionamento pela qual o cedente, sob confiança, cedeu a propriedade dos direitos em garantia. Por essa razão, tudo o que se disse

Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. pp. 174-176).

⁴⁶ Cf. Nota de Rodapé nº 38 acima.

aqui em relação à titularidade fiduciária resolúvel *ipso iure* é também aplicável à titularidade fiduciária plena. A única diferença – que, no entanto, não é de pouca importância – é justamente a ordem dos planos: na primeira, o funcionamento da garantia opera-se no plano do direito das coisas (justamente por isso, o direito expectativo do cedente fiduciante à retransmissão do bem, aos valores que sobejarem a uma eventual excussão, bem como aos valores que sejam pagos pelo devedor do direito cedido em situação de *pendente condicione*, é de caráter real); enquanto que, no segundo, tal operação ocorre no plano obrigacional.

9.2.2. O Cessionário Fiduciário no Plano do Direito das Obrigações

Além das particularidades relativas à titularidade decorrente de um negócio fiduciário em sentido técnico (já antecipadas acima), cabe agora entender também quais são, no plano obrigacional, os principais direitos do cessionário no que se refere a uma titularidade fiduciária – resolúvel *ipso iure* ou não – sobre direitos aos dividendos, sejam eles expectativos ou referentes a direitos de crédito futuros.

Em razão das características societárias que cercam o direito do acionista aos dividendos, é preciso observar – especialmente quando este direito é o objeto da cessão fiduciária em questão – que ele não existe de forma autônoma dentro da participação societária. Ele (em ao menos em um de seus possíveis perfis) se relaciona com, e é influenciado por, uma série de outros direitos, de cunho eminentemente político, que podem, por isso, ser também atribuídos ao cessionário fiduciário como uma medida adicional de proteção à sua garantia, desde que exista previsão legal expressa nesse sentido. E tal previsão é contemplada, de forma mais destacada, em relação ao exercício do direito de voto, conforme é possível se depreender do disposto no art. 113 da LSA.

O direito de voto é inerente à participação societária. Apesar de influenciar diretamente a forma como o direito aos dividendos será “concretizado” pelo acionista, não pode ele, contudo, ser destacado e cedido a terceiros, sem que a participação social em si mesma seja também cedida. Em outras palavras, não pode ele ser objeto de qualquer cessão, independentemente se autônoma ou meramente acessória à cessão dos direitos societários econômicos passíveis de destaque e comercialização (p. ex.: o Direito Expectativo aos Dividendos e/ou o Direito de Crédito de Dividendos).

Não obstante, isso não significa a impossibilidade de existir, mediante acordo entre acionistas e terceiros estranhos à sociedade, uma dissociação temporária e finalística entre a

titularidade da ação e a legitimação para o exercício do direito de voto a ela relativo. Afinal, como bem destacam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho⁴⁷, diante da promulgação da atual LSA, deixou de existir de forma rígida o dogma tão proferido por parte da doutrina nacional (em especial, Pontes de Miranda e Trajano de Miranda Valverde) no sentido de não ser possível segregar a legitimidade para o exercício do direito de voto, de um lado, da necessária titularidade sobre a ação, de outro. Dessa forma, destacam esses autores que existem algumas situações previstas na LSA que acabam por garantir a derogabilidade do princípio da não dissociação.

Os exemplos mais evidentes nesse sentido são encontrados justamente nos arts. 113 e 114 da LSA. De forma geral, esses dispositivos reforçam que a legitimidade para o exercício do direito de voto é do acionista. Afinal, é ele quem detém a titularidade da ação e da participação social a ela correspondente. No entanto, podem as partes convencionar, no plano obrigacional (a LSA emprega as expressões “consentimento”, “nos termos do contrato”, “regulado no ato da constituição” e “mediante prévio acordo”), que o usufrutuário, o credor pignoratício ou o adquirente fiduciário, conforme o caso, poderão votar ou manifestar sua concordância com o voto a ser proferido pelo acionista em relação às matérias que tiverem sido por eles expressamente definidas⁴⁸.

Essas convenções em torno do exercício do direito de voto, apesar de serem obrigações firmadas entre as partes, transcendem à relação apenas entre elas.

Inicialmente, as próprias companhias cujas ações servem de objeto para a garantia ou para o usufruto, ainda que não venham a ser parte dos respectivos contratos, devem observar as disposições estabelecidas entre o acionista e o credor em matéria de exercício de direitos de voto, zelando para que nenhum deles venha a exercê-los em desacordo com o disposto no respectivo contrato⁴⁹. É claro, contudo, que se a companhia não for signatária

⁴⁷ COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. pp. 207-208.

⁴⁸ “Sem dúvida, o art. 113 da Lei nº 6.404/76 declara que “o penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto”. Mas acrescenta logo, como no direito anterior, ser lícito “estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações”. A extensão dessas restrições contratuais de voto, combinada com uma procuração irrevogável – com fundamento nos arts. 683 e 684 do Código Civil de 2002 – pode caracterizar autêntica desvinculação entre a propriedade das ações e a titularidade do direito de voto, deles decorrente. Por outro lado, essa dissociação pode também ocorrer no usufruto de ações, mercê da norma permissiva do art. 114 da Lei nº 6.404/76, que admite todas as combinações.” (COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle...*, Ob. Cit. p. 207).

⁴⁹ “Tanto o ato constitutivo, quanto eventuais acordos posteriores do voto deverão ser arquivados na companhia, para que o presidente da mesa, nas assembleias gerais, possa monitorar o cumprimento do acordo e negar o cômputo de voto que o ofenda.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 91). Em sentido similar, também destaca Mauro Bardawil Penteado: “Ademais, com vistas a facilitar o controle, por parte do

do contrato, as convenções de voto nele estipuladas apenas terão eficácia em relação à sociedade e à sua administração se o contrato em si vier a ser arquivado na sede social⁵⁰. Caso descumpra o dever de observar e fazer com que sejam observadas as convenções de voto, a própria companhia poderá ser demandada pelo credor ou pelo usufrutuário a responder, com conjunto com o acionista, pelas perdas e danos a eles eventualmente causados. É o que se depreende da conjugação dos arts. 39, 113 e 114 da LSA, com os arts. 927 e ss. do CCBra.

Além da companhia em si, é preciso observar que os próprios futuros adquirentes das ações gravadas com penhor ou usufruto também precisarão cumprir com o disposto na regulação sobre o voto. Isso porque a disciplina sobre o exercício do direito de voto, apesar de estar no plano do direito das obrigações, apresenta a característica de uma obrigação *propter rem*, ou seja, aquelas “previstas por normas exclusivamente legais que descrevem, em seu suporte fático, pelo menos um contrato de disposição e, em consequência, a aquisição de pelo menos uma posição jurídica subjetiva obrigacional que não integra o objeto da declaração jurídico-negocial.”⁵¹. É justamente isso o que se observa, p. ex., no caso de um penhor de ações. Não há dúvida que se o acionista (devedor pignoratício) alienar suas ações a um terceiro (*contrato de disposição*), este terceiro irá adquirir as ações gravadas com o direito real limitado de garantia (penhor). Mas não apenas isso. O credor pignoratício é também titular de direitos relativos ao exercício do voto (obrigações *propter rem* do acionista) que são oponíveis, por força do disposto no art. 113 da LSA, à companhia e ao titular da ação gravada com penhor, independentemente de quem seja a pessoa que venha a deter a propriedade sobre as ações. Por esse motivo, o terceiro adquirente irá sub-rogar-se nas obrigações relativas ao exercício do voto, na mesma e exata medida em que foram inicialmente assumidas pelo acionista original, desde que o contrato esteja arquivado na sede social ou os registros do penhor nos livros societários explicitem e detalhem, diretamente ou

presidente da assembléia geral, dos votos emitidos pelo acionista devedor, o art. 39 da Lei 6.404/1976 autoriza que a companhia requeira um exemplar do contrato de penhor de ações; com isso, ela, companhia, saberá, de antemão, quais matérias requerem o prévio consentimento do credor pignoratício para que os votos do acionista devedor sejam corretamente computados. Caso a mesa da assembléia verifique que o devedor pignoratício emitiu voto sem a aquiescência necessária do credor, o presidente da mesa não computará o voto do devedor, por violação ao acordo previsto no contrato de penhor de ações averbado junto à companhia.” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. pp. 175-176).

⁵⁰ Nesse sentido, posiciona-se Modesto Carvalhosa: “A eficácia das cláusulas de consentimento de voto objeto do contrato celebrado entre o credor e o acionista devedor ou garantidor depende do arquivamento do respectivo instrumento na sociedade, dentro do mesmo regime estabelecido para a eficácia do acordo de acionistas (art. 118).” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. II, Ob. Cit. pp. 482-483).

⁵¹ VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato...*, Ob. Cit. p. 294.

por referência, a existência das convenções de voto⁵². O mesmo ocorrerá na hipótese do usufruto (art. 114 da LSA). E nem poderia ser outra a interpretação nestes casos, visto que o credor e o usufrutuário não podem ser prejudicados pela cessão das ações realizada pelo acionista original. Os mesmos direitos obrigacionais que mantinham com o acionista original em matéria de direito de voto serão também mantidos com o novo adquirente das ações, que não poderá se opor a cumpri-los, alegando que com eles não se comprometera, sem estar sujeito ao pagamento das respectivas perdas e danos ou mesmo sem sofrer eventuais execuções específicas, especialmente se, neste último caso, tentar votar na assembleia em desacordo com o previsto no contrato de penhor ou de usufruto. Os acordos em relação ao direito de voto são proteções adicionais para o credor em relação ao valor da garantia, e não apenas vínculos contratuais firmados de forma específica com este ou aquele acionista, razão pela qual devem estar ligados às ações em si mesmas, independentemente de quem forem os seus respectivos titulares. Cabe aos adquirentes, portanto, conhecer as restrições impostas pelos vínculos obrigacionais do penhor ou do usufruto e cumpri-los.

Nesse mesmo sentido, manifestou-se Fábio Konder Comparato. Ao analisar os efeitos dos acordos de acionistas sobre os futuros adquirentes das ações vinculadas a estes acordos, o jurista é claro ao afirmar a natureza *propter rem* das convenções sobre o voto, desde que os instrumentos contratuais que lhes deem suporte estejam – assim como ocorre em relação aos ônus ou garantias reais sobre as ações – devidamente registrados nos livros sociais e arquivados na sede da companhia: *“Poder-se-ia, igualmente, interpretar as obrigações oriundas de acordos registrados como sendo “propter rem”. A noção de obrigação “propter rem” ou real, elaborada pela moderna dogmática, designa aquelas relações de crédito e débito ligadas à titularidade em um direito real. Procurou-se, de início, assimilá-las a autênticas servidões, em exceção ao princípio romano “servitus in faciendo consistere nequit”. Prevaleceu, porém, a opinião segundo a qual tratar-se-ia de verdadeiras obrigações – não de direitos reais – embora obrigações cuja única razão de existência é a posse ou propriedade de certas coisas, e que se transferem, por conseguinte, com a alienação dessas mesmas coisas. No caso, qualquer adquirente de ações ligadas a acordos de acionistas regularmente registrados no livro social competente, ou averbados nos*

⁵² Na prática, o penhor de ações é registrado nos livros sociais da companhia, com a indicação de que o contrato encontra-se arquivado na sede social da companhia, local onde poderá ser consultado por qualquer interessado. Isso já basta para imputar as obrigações quanto ao exercício do direito de voto aos futuros adquirentes das ações gravadas com o penhor, que têm o ônus de se informar sobre os gravames reais ou de obrigações *propter rem* existentes sobre as ações que pretendem adquirir.

certificados respectivos, assume, de pleno direito, os deveres, ônus e responsabilidades estipulados no acordo, sem necessidade de declaração expressa no ato de transferência dos valores mobiliários.”⁵³

A necessidade de se atribuir legitimação para o exercício do direito de voto ao credor decorre da importância de (i) se reconhecer os diferentes interesses envolvidos nas deliberações societárias, especialmente quando um terceiro estranho à sociedade (credor) passa a influir, direta ou indiretamente, nessa relação complexa, bem como de (ii) propor um mecanismo equilibrado para a resolução dos conflitos daí decorrentes⁵⁴. Em especial, a atribuição de direitos de voto se revela essencial também como matéria de fomento do crédito, visto que, se aos credores não lhes fossem garantidas prerrogativas nas deliberações societárias, dificilmente conseguiriam manter inalterados os fatores econômicos que entendem determinantes para a preservação do valor da garantia sobre as ações⁵⁵.

Questão muito debatida na doutrina em matéria de exercício de direito de voto pelo credor decorre do interesse no qual este deve se pautar na hora de proferir seu veto ou concordância em relação à um determinado assunto⁵⁶. Atualmente, porém, prevalece o entendimento de que a manifestação do credor pignoratício ou adquirente fiduciário das ações deve ser no sentido de proteger a sua garantia e zelar pela conservação do seu valor⁵⁷. Não tem ele, portanto, compromissos para com a sociedade e os demais acionistas. Isso, contudo, não significa que ele não possa cometer abusos de direito, especialmente quando, sob o pretexto de proteger sua garantia, tomar uma decisão que possa ilegítimamente prejudicar a sociedade e/ou os demais acionistas. Sua anuência ou manifestação em relação

⁵³ COMPARATO, Fábio Konder. *Acordo de Acionistas e Interpretação do art. 118 da Lei das S.A.* Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial. Vol. 3. DTR\2012\1355. pp. 5-6.

⁵⁴ Nesse sentido, posicionou-se Bruno Robert: “(...) fato é que a lei, ao regular os limites dos acordos de voto com terceiros, credores de acionistas da companhia, o fez por uma simples razão: para disciplinar a difícil relação entre os direitos e deveres dos acionistas que se projetam para dentro da sociedade e aqueles que se projetam para fora dela. De um lado, devem ser protegidas as disposições contratuais celebradas entre acionistas devedor e seu credor. De outro, é preciso manter em equilíbrio a organização societária. Os direitos patrimoniais dos acionistas, especialmente o direito aos dividendos, vivem na intersecção entre os dois mundos.” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 92).

⁵⁵ Mauro Bardawil Penteado é preciso neste ponto: “Sem embargo, o interesse particular do credor pignoratício resolve-se no interesse da não-redução do valor da garantia oferecida pelas ações empenhadas; daí o porquê de se sustentar, neste texto, que o poder de o credor pignoratício não consentir com determinado voto do devedor deve ser realizado sob o fundamento único da conservação do valor das ações dadas em garantia, sem que se levem em consideração interesses egoístas do credor ou a intenção de prejudicar o devedor.” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 173).

⁵⁶ Nesse sentido, conferir: PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. pp. 153-176.

⁵⁷ FERRI, Giuseppe. “*L'esercizio del Voto nel Pegno di Azioni*”. *Rivista del Diritto Commerciale – e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Vol. XXXVI. 1938. p. 341.

ao voto deve ser responsável e dentro dos limites que sejam razoavelmente necessários para proteger seus interesses, deixando a companhia e o acionista devedor livres para decidirem os rumos sociais quanto àquilo que não interfira nos interesses legítimos do credor.

Em relação às matérias que podem ser escolhidas e submetidas ao controle ou mesmo ao efetivo voto por parte do acionista, vale observar que a LSA não impôs qualquer limitação. O usufrutuário e o credor são livres para, em princípio, controlar qualquer assunto que possa, direta ou indiretamente, afetar seu direito real de fruição ou de garantia⁵⁸. No entanto, assim como deve ser feito um juízo *a posteriori* dos eventuais abusos cometidos quanto ao mérito da decisão tomada pelo usufrutuário ou pelo credor – mesmo em matérias cujos interesses lhes sejam inegáveis (p. ex. distribuição de dividendos ou redução de capital) – também deve se avaliar a pertinência de certos assuntos ficarem submetidos ao juízo desses agentes estranhos à sociedade, visto que alguns deles podem, a depender do contexto, revelar-se abusivos aprioristicamente⁵⁹.

Mas se não há dúvidas que em matéria de penhor, alienação fiduciária ou mesmo usufruto de ações é possível o regramento consensual entre as partes quanto à legitimação para o exercício do direito de voto, o que dizer no caso da simples cessão de direitos aos dividendos (expectativos ou de créditos)? Podem os direitos aos dividendos também se beneficiarem do disposto no art. 113, parágrafo único, da LSA, a fim de permitir que as partes convençionem certas matérias cujo voto e aprovação dependerão da manifestação ou mesmo do exercício de direitos por parte dos cessionários fiduciários, conforme as convenções existentes nos respectivos contratos de garantia?

Ao enfrentar essas mesmas questões, Bruno Robert manifestou o entendimento de

⁵⁸ Assim já alertavam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, para quem a liberdade na escolha das matérias poderia não apenas significar uma forma de preservação da garantia dos credores, como também lhes servir como mecanismo de controle externo sobre a sociedade: “São, por exemplo, freqüentes os contratos de empréstimo a uma sociedade, com a atribuição ao mutuante, em garantia do seu crédito, da caução das ações do chamado bloco de controle. A lei brasileira, ao contrário da italiana (Código Civil italiano de 1942, art. 2.352), não suprime o direito de voto do acionista caucionante, mas admite que se possa estipular “no contrato, que o acionista não poderá, sem o consentimento do credo caucionado ou pignoratício, votar em certas deliberações” (Lei nº 6.404, art. 113). Tais deliberações, geralmente, dizem respeito à alienação ou oneração dos bens constantes do ativo social imobilizado. Nada impede, porém, que as partes estipulem várias outras hipóteses de voto vinculado, notadamente quanto à eleição dos administradores e fiscais, à emissão de empréstimos debenturísticos, ou à mudança do objeto social. O credor caucionário pode, assim, tal a extensão e o alcance das estipulações de voto do contrato de caução, assumir uma posição predominante na sociedade, como autêntico controlador. É mesmo possível que o crédito só tenha sido concebido em função dessa caução das ações de controle, e na perspectiva de sua provável excussão, com o inadimplemento da obrigação garantida.” (COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle...*, Ob. Cit. p. 91).

⁵⁹ Nesse sentido, conferir CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei...*, Vol. II, Ob. Cit. p. 482.

que seria possível a extensão do art. 113 da LSA para os casos de garantias constituídas especificamente sobre os direitos aos dividendos. Assim, em suas palavras: “*Na hipótese de penhor ou caução do direito ao dividendo, por analogia à regra aplicável ao penhor ou caução de ações, podem devedor e credor acordar a respeito do voto que será proferido pelo primeiro (art. 114)*”⁶⁰. Em nossa perspectiva, estamos de acordo com essa posição, não sendo poucas as razões que a fundamentam. No entanto, acreditamos que existam ponderações relevantes no processo de aplicação e extensão do disposto no art. 113 da LSA, sob pena de se desvirtuar conceitos e princípios jurídicos relevantes. Essas ponderações devem levar em consideração o fato de que os direitos aos dividendos podem assumir diferentes perfis jurídicos (expectativos ou de crédito) e, também, que tais direitos não representam o *status socii* em toda a sua vasta completude, mas apenas uma parcela pequena e restrita do seu núcleo (diferentemente do que observa, portanto, com as ações, que são os títulos representativos da participação societária em toda a sua integralidade e complexidade).

Pois bem, o primeiro critério que nos parece adequado para saber sob que perspectiva o art. 113 da LSA pode ser estendido a uma cessão fiduciária de direitos aos dividendos fundamenta-se no preciso perfil que esse direito apresenta no contexto do negócio dispositivo de cessão. Dessa forma, as seguintes possibilidades são colocadas:

a.) *Direitos de Crédito de Dividendos já constituídos (presentes) em favor dos acionistas.* Após a apuração dos lucros sociais, a preparação das demonstrações financeiras que os traduzem em linguagem econômica-societária, bem como a deliberação que aprova a destinação alocativa desses lucros entre a companhia e os acionistas, surge para estes últimos o Direito de Crédito de Dividendos. Esse direito, que já é plenamente formado e existente na esfera patrimonial do acionista, pode estar vencido ou ainda por vencer. Não importa. O relevante é que, neste caso, não há dúvidas quanto à formação de tal direito e, muito menos, que ele já compõe o patrimônio do acionista enquanto um verdadeiro direito de crédito. Trata-se, portanto, de um direito pertinente a uma relação que: (i) já não está mais integrada ao vínculo societário (embora seja dela decorrente); e (ii) considera a sociedade em sua condição de devedora e o acionista em sua condição de credor, e não mais enquanto sujeitos de uma estrutura harmônica de uma organização finalística da atividade econômica privada.

⁶⁰ ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo...*, Ob. Cit. p. 91. A referência ao art. 114 da LSA parece ter sido um lapso formal do autor, visto que tal artigo remete ao usufruto de ações. No contexto mencionado no trecho que fora reproduzido neste trabalho, o autor discorre sobre as garantias (penhor e caução), razão pela qual a referência correta seria ao art. 113 da LSA.

Por essa razão, não parece pertinente ou mesmo necessário a atribuição de qualquer direito de voto ao credor na companhia. Proceder em sentido contrário seria uma interpretação equivocada do art. 113 da LSA.

b.) Direitos de Crédito de Dividendos futuros (direitos expectados). Quando não existe a apuração de lucros sociais ou sua deliberação alocativa pela assembleia geral, não é possível se determinar a existência de qualquer obrigação da companhia em realizar pagamentos aos acionistas e, por consequência, de qualquer Direito de Crédito de Dividendos detidos por tais acionistas no momento presente. Isso não significa, contudo, que eles não tenham uma expectativa quanto ao surgimento de futuros Direitos de Crédito de Dividendos, tão logo as condições econômicas e jurídicas para tanto sejam verificadas. Trata-se, portanto, de um direito que o acionista espera adquirir em decorrência de uma relação contratual já estabelecida (qual seja: o vínculo societário). No entanto, no momento de sua aquisição, o direito terá as mesmas características do anterior: será um direito de crédito, sem relação com o vínculo societário em si mesmo. Por essa razão, há que se afastar, novamente, qualquer ingerência do credor dentro da estrutura societária (voto ou fiscalização), não só porque o direito sobre o qual recai a garantia (quando existente) será de natureza puramente creditória (externo à sociedade), como também, e principalmente, porque não há direito real (a própria garantia) até o surgimento do crédito apto a legitimar tal ingerência, não sendo possível se conceber, portanto, direitos de tutela a ele relacionados ou inerentes. Ao credor, caberia apenas o pleito de responsabilizar o cedente pela eventual não existência do crédito, bem como demandar, conforme aplicável, o reforço da garantia caso constataste ser ela economicamente insuficiente para os propósitos do crédito.

c.) Direitos Expectativos aos Dividendos. Uma situação diversa é observada em relação ao Direito Expectativo aos Dividendos. Apesar de o direito ao dividendo, em sua condição de crédito, não existir no momento presente (afinal, ele é o direito expectado), é certo que existe uma expectativa do acionista de vir a se tornar titular de tal crédito. Essa expectativa, por ser decorrente da participação societária e por ter relação direta com a própria finalidade do contrato associativo de sociedade, é juridicamente tutelável e dispõe de elevado grau de certeza (ou, pelo menos, de esperança) no fato de que o acionista irá se tornar titular de Direitos de Crédito de Dividendos, tão logo haja as condições econômicas e jurídicas para tanto. Por isso, falar-se que já existe uma base (*Grund*) que dá suporte a essa expectativa e que ganha o *status* de verdadeiro direito expectativo presente à aquisição de novos direitos de crédito futuros. Sendo esse direito expectativo inerente ao *status socii*, não

pode ser visto, mesmo quando destacado e comercializado autonomamente da ação, de maneira isolada do restante dos direitos ali presentes, mas integrada, sendo garantido ao seu titular, portanto, a aptidão de influir nos processos de verificação, apuração, deliberação e pagamento dos dividendos (ou seja, no surgimento do direito de crédito esperado). Nesta hipótese, e apenas nesta hipótese, é que a aplicação do art. 113 da LSA pode ser também estendida aos casos de cessão fiduciária (ou mesmo penhor) sobre direitos de dividendos. A lógica aqui é simples, mas reveladora: se é possível convencionar o voto no que se refere a direitos sobre a participação societária em sua completude, por certo que uma garantia mais restrita, que contemple apenas uma parcela deste núcleo (o Direito Expectativo aos Dividendos), também poderá se beneficiar de tal prerrogativa. Trata-se do reconhecimento do princípio *Cui licet quod est plus, licet utique quod est minus* < Quem pode o mais, pode o menos >.

Afirmar que a convenção sobre os direitos de voto, com base no art. 113 da LSA, apenas é possível nos casos de cessão fiduciária de Direitos Expectativos aos Dividendos não afasta, por evidente, a possibilidade de as partes estabelecerem tais convenções no plano puramente obrigacional nas demais hipóteses (direitos de crédito, presentes ou futuros). No entanto, se assim fizerem, não poderão imputar seus efeitos à sociedade e, tão pouco, aos eventuais futuros adquirentes das ações, pois não serão reconhecidas como verdadeiras obrigações *propter rem*, mas apenas como convenções vinculativas entre as próprias partes, sem as prerrogativas implicitamente previstas no art. 113 da LSA.

O segundo aspecto a ser considerado no processo de aplicação do art. 113 da LSA aos casos de cessão fiduciária do direito do acionista aos dividendos (mais especificamente, do Direito Expectativo aos Dividendos) decorre, justamente, do fato de que este direito (i) é apenas uma parcela do *status socii* e (ii) diz respeito à distribuição – e não à formação – dos lucros sociais. Por essas razões, ao credor fiduciário deve ser garantida a aptidão para influir nos processos de apuração, deliberação e pagamento dos dividendos, evitando assim que o autofinanciamento societário possa afetar o valor de sua garantia. Contudo, não poderá ele intervir no processo de escolha das políticas econômicas empregadas pela companhia na busca pelo lucro social. Este último processo – relativo à forma como a sociedade se organiza para desenvolver suas atividades e viabilizar o surgimento do lucro – é anterior ao direito do acionista de ter parte deste mesmo lucro revertido em benefício próprio.

Sob esta ótica, o credor fiduciário dos Direitos Expectativos aos Dividendos deve interferir naquilo que seja pertinente para garantir a distribuição dos lucros sociais, se e

quando existentes, na forma de dividendos. Se desejar interferir em outros aspectos da vida societária, deverá considerar ter uma garantia, especificamente, sobre as ações, e não apenas sobre os dividendos. Os motivos que nos levam a concluir nesse sentido podem ser resumidos nos seguintes termos:

a.) Objetos são distintos. A mais evidente razão para, diferentemente das ações, não se permitir ou legitimar que o cessionário fiduciário do Direito Expectativo aos Dividendos aprove o voto a ser proferido pelo acionista em relação a todas e quaisquer matérias, ainda que previstas no contrato de cessão, decorre da circunstância de se tratarem de objetos distintos. A ação é o título representativo da completude do *status socii*, enquanto que o Direito Expectativo aos Dividendos corresponde a uma parcela muito mais reduzida desse feixe de direitos e obrigações que compõem a participação societária do acionista. Dessa forma, é natural que se limite o campo de atuação do cessionário fiduciário apenas àquelas questões que possam prejudicar o equilíbrio no processo distributivo dos lucros sociais (apuração, deliberação e pagamento), bem como o legítimo interesse do credor na conservação do valor da garantia. Nem todas as matérias, por mais relevantes que sejam, prejudicam a distribuição dos dividendos a ponto de justificarem uma interferência do credor em seu processo de aprovação.

b.) Interesses são distintos. Poder-se-ia levantar o argumento de que o lucro da companhia é relevante para o credor, visto que, sem lucro ou mediante a verificação de um lucro muito diminuto, o Direito Expectativo aos Dividendos – em sua função de garantir a aquisição de futuros Direitos de Crédito de Dividendos – ficaria também prejudicado. Dessa forma, seria legítimo se permitir a interferência ampla do credor no direito de voto do acionista cedente fiduciante, justamente porque ele precisa ter a habilidade de determinar os rumos da companhia, fomentando as atividades que entenda mais lucrativas e, assim, potencializando a capacidade geradora de dividendos. Não tiramos a razão do argumento. Sem dúvida, uma série de situações podem influenciar os lucros sociais e, por sua vez, a capacidade de distribuir dividendos. No entanto, o credor que estiver preocupado com tais variáveis deverá solicitar uma garantia sobre as ações, que é o bem por natureza apto a permitir esse nível de interferência na sociedade. O credor que aceita o Direito Expectativo aos Dividendos como forma exclusiva de garantia é porque deve acreditar na capacidade gerencial lucrativa dos empreendedores da sociedade, não cabendo a ele (credor) interferir no processo de escolha político-econômica com base na qual a sociedade buscará o lucro. Afinal, é interesse de todos – sócios, credores, empregados e demais *stakeholders* – que a

sociedade efetive o máximo de lucro possível, não havendo razão para se acreditar que o acionista iria deliberadamente prejudicar as atividades sociais apenas para frustrar o interesse do credor em relação à garantia concedida. O legítimo interesse do credor fiduciário do Direito Expectativo aos Dividendos restringe-se ao processo de apuração, distribuição e pagamento do lucro, pois é neste instante que as políticas de autofinanciamento societário podem ser colocadas em prática, sendo, portanto, neste processo que deve recair a sua manifestação sobre o voto do acionista. Nessa linha, tem-se, p. ex., que a escolha entre dois possíveis projetos a serem desenvolvidos pela companhia é algo referente ao processo social-formativo do lucro, não havendo razões para uma interferência do credor do Direito Expectativo aos Dividendos (ainda que tal interferência seja plausível no penhor ou na alienação fiduciária das ações). Já deliberações que criem novas reservas, alterem as regras dos dividendos mínimos obrigatórios e/ou determinem a destinação dos lucros para reinvestimentos na própria companhia seriam hipóteses em que a aptidão interventiva do credor é possível e legítima, visto que tais matérias interferem diretamente na potencialidade de materialização do crédito no futuro (ou, em outras palavras, na *ativação* do Direito Expectativo aos Dividendos, a partir da qual se dará origem ao expectado Direito de Crédito de Dividendos).

c.) *O autofinanciamento é controlado por força de lei.* Conforme discutido ao longo de todo a Parte I deste trabalho, o conflito de interesses entre os acionistas decorrente do fenômeno do autofinanciamento social (que prega o reinvestimento do lucro na própria sociedade, frustrando o direito de retirada periódica de capital da companhia pelos acionistas) já é regulado por direitos de minoritários bem definidos (p. ex. dividendo mínimo obrigatório, reservas obrigatórias ou estatutariamente previstas, proibição da prática de constituição de reversas ocultas, a obrigatoriedade de destinação dos lucros do exercício, sob pena de serem automaticamente revertidos aos acionistas na forma de dividendos, entre outros). Dessa forma, o nível de interferência do credor deve se limitar a fazer com que o procedimento distributivo e os direitos protetivos funcionem de forma adequada, garantindo a ele o seu real interesse: um fluxo (quando financeiramente possível) frequente de pagamento de dividendos. No cenário anterior à atual LSA, em que esses direitos de minoritários eram praticamente inexistentes⁶¹, talvez se justificasse uma interferência maior

⁶¹ Não sem razão, Fábio Konder Comparato ter afirmado, no momento em que ainda estava em curso o projeto legislativo que depois resultaria da promulgação da atual LSA, ter a nova lei que apresentar mecanismos dissuasórios ou redutores dos conflitos provenientes do autofinanciamento societário, tendo inclusive, nesse sentido, sugerido a adoção do dividendo mínimo obrigatório como um desses possíveis mecanismos. A

do credor na companhia como um todo. Porém, como tal realidade já não se faz mais presente na atual legislação societária, não parece haver razão para legitimar ao credor uma interferência maior nas escolhas sociais.

d.) O poder de controle externo deve ser evitado ou limitado. A influência externa relevante na companhia pode provocar alterações no equilíbrio de controle interno, razão pela qual deve ser evitada, a fim de que a sociedade possa se manter isenta para perseguir seus interesses sociais de maneira independente⁶². É justamente por isso que atualmente se buscam conceber novos mecanismos de garantia, que sejam menos interventivos na esfera patrimonial do devedor. Sendo assim, aceitar que o cessionário fiduciário do Direito Expectativo aos Dividendos pudesse se manifestar sobre qualquer matéria societária, seria não apenas abrir mais um espaço para o controle externo, como também permitir que tal controle se manifestasse com a máxima força possível. Sem dúvida, esse é um aspecto que precisa ser limitado, especialmente quando a companhia devedora dos dividendos for uma empresa pública ou sociedade de economia mista, nas quais a questão pertinente ao controle externo por um particular se revela ainda mais problemática e juridicamente questionável⁶³.

Ao se prever, em relação à cessão fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos, uma limitação legítima, pelos credores, no direito de voto dos acionistas devedores, tendo por base o art. 113, parágrafo único, da LSA, é importante destacar que não se pretende propor um rol fechado e taxativo de matérias em relação às quais um cessionário fiduciário possa ou não ter capacidade de interferir no voto do acionista. Mesmo porque, apesar de não estarem diretamente vinculadas ao processo de apuração, deliberação e pagamento do dividendo, certas matérias podem ter influências relevantes sobre esses procedimentos, o que justificaria, por si só, a interferência do credor. Dessa forma, é possível, no caso concreto, que uma matéria, em princípio reservada ao campo de livre determinação dos acionistas, seja relacionada no contrato como uma matéria na qual o credor fiduciário do Direito Expectativo aos Dividendos também terá que anuir com sua aprovação. Evidente

respeito, conferir: COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos Jurídicos...*, Ob. Cit. p. 90.

⁶² COMPARATO, Fábio Konder; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle...*, Ob. Cit. pp. 89-105.

⁶³ Justamente por isso, o Decreto nº 12.283, de 25 de setembro de 2014 – emitido pelo Estado do Paraná com a finalidade de regular, entre outros assuntos, a cessão fiduciária dos direitos aos dividendos auferíveis pelo próprio Estado a partir de sua condição de acionista nas companhias Copel e Sanepar –, apesar de não impedir a interferência do credor no direito de voto das respectivas companhias, em nenhum momento a incentiva ou regulamenta, levando a crer que tal arranjo obrigacional não deverá ser contemplado nos futuros contratos de garantia a serem firmados no âmbito das PPPs estaduais.

que, nesses casos, uma análise posterior deverá ser realizada, de forma a se determinar os reais interesses que motivaram a eventual aprovação ou rejeição daquela matéria específica pelo credor. Se ficar comprovado não ter ele agido de forma diligente e visando um interesse legítimo na preservação da sua garantia, será responsabilizado perante a companhia, o cedente fiduciante e os demais acionistas, conforme o caso.

Por essa razão, a regra proposta acima, no sentido de que o interesse legítimo do cessionário fiduciário do Direito Expectativo aos Dividendos restrinja-se ao processo de apuração, deliberação e pagamento do lucro/dividendo, e não ao processo formativo social do lucro em si, serve de parâmetro para apuração de eventuais abusos por parte do cessionário fiduciário, e não para delimitar, de forma definitiva, apriorística e específica, as matérias nas quais ele poderá ou não ter uma influência relevante sobre o voto do acionista devedor. Em razão do escopo limitado do Direito Expectativo aos Dividendos comparativamente às ações de emissão da companhia, o campo de interferência do credor sobre o processo político societário também deve ser mais limitado, o que, por outro lado, aumenta a possibilidade de casos de abusos de direitos no processo de determinação do voto a ser proferido pelo acionista.

9.3. A Titularidade Fiduciária perante a Falência e a Recuperação Judicial

Ainda no cenário de *pendente condicione*, é possível que tanto o credor (cessionário fiduciário) quanto o devedor (cedente fiduciante) sejam surpreendidos com procedimentos falimentares ou de recuperação judicial que acabem por colocar à prova a exequibilidade da titularidade fiduciária. Por essa razão, é importante verificar os efeitos jurídicos impostos por tais procedimentos, conforme atualmente previstos no âmbito da Lei de Falência e Recuperação, de maneira a se avaliar as efetivas vantagens que a titularidade fiduciária detém em relação a outras garantias admitidas no ordenamento jurídico brasileiro.

Com o objetivo de facilitar a análise, é importante que sejam segregados os procedimentos falimentares, de um lado, e os procedimentos de recuperação judicial, de outro.

Falência. A maioria dos contratantes de um financiamento de grande porte, que dispõe, em seu pacote de garantias, de uma titularidade fiduciária sobre direitos do acionista aos dividendos, são sociedades empresárias ou empresários, os quais estão, nos termos do art. 1º da Lei de Falência e Recuperação, submetidos aos procedimentos falimentares (e,

também, de recuperação judicial).

Todos os créditos com “*garantia real*”, até o limite do bem gravado, estão sujeitos aos efeitos da falência, ficando os respectivos credores obrigados a se alistar no procedimento falimentar e, por consequência, a se submeter à estrita ordem de prioridades entre credores. É isso o que determina o art. 83, II, da Lei de Falência e Recuperação. Seguindo essa linha, seria possível concluir, portanto, que, por ser um tipo de garantia real, conforme amplamente discutido no Capítulo VIII deste trabalho, a titularidade fiduciária de direitos e créditos – seja ela decorrente de uma cessão fiduciária típica ou atípica – estaria, em tese, inserida no contexto do procedimento falimentar, fazendo com que o seu titular perdesse em preferência para os créditos trabalhistas até 150 (cento e cinquenta) salários mínimos.

Entretanto, não é isso o que ocorre. Em razão da sua própria natureza jurídica, a titularidade fiduciária, ainda que sujeita à cláusula de resolubilidade *ipso iure*, retira do patrimônio do devedor os direitos cedidos, de forma que eles deixam de integrar, ao menos até a resolução da condição, o conjunto de bens do devedor que poderá compor a massa falida. Para esses casos, portanto, a Lei de Falência e Recuperação estabelece o instituto da restituição (arts. 85 e ss.), por meio do qual o proprietário do bem arrecadado no processo de falência (o cessionário fiduciário) poderá requerer a segregação do referido bem da massa falida, passando a executá-lo de forma independente e – mais importante – sem se sujeitar à ordem de preferências entre credores, conforme prevista no art. 83 da mesma lei⁶⁴. Trata-se, portanto, de um tipo diferenciado de garantia real, que não pode ser confundida (i) com os Direitos Reais Limitados de Garantia sobre Coisa Alheia (p. ex.: penhor, hipoteca e anticrese) e, tão pouco, (ii) com os Direitos Reais em Garantia que não se caracterizem pela efetiva transferência de propriedade (em sentido estrito) sobre os direitos ou bens objetos da garantia (tal como ocorreria, p. ex., no usufruto constituído com finalidade de garantia), os quais são, conseqüentemente, abarcados pelo conceito de “*garantias reais*” a que o inciso II do art. 83 da Lei de Falência e Recuperação faz referência.

⁶⁴ Apesar de analisar a questão sob a ótica da alienação fiduciária de bens móveis corpóreos infungíveis, José Carlos Moreira Alves é assertivo em colocar que os bens ou direitos transferidos fiduciariamente ao credor estão excluídos da falência, cabendo ao credor solicitar a restituição do bem, para, em seguida, proceder a sua excussão em paralelo à falência. Em suas próprias palavras: “*Portanto, ocorrendo a falência do devedor alienante, a resolubilidade da propriedade fiduciária, em favor do alienante, deixa de existir, e, assim, pode o credor, na forma determinada no Decreto-lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945, pedir a restituição do bem que lhe foi alienado fiduciariamente, por não mais se justificar a posse direta do devedor alienante. E, obtida a restituição, seguir-se-á a venda da coisa, judicial ou extrajudicialmente, para a satisfação do crédito, revertendo o saldo, se houver, para a massa falida.*” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 189-190).

A doutrina, para reforçar o argumento de que a cessão fiduciária encontra-se fora do regime falimentar, costuma arguir também que os créditos cedidos fiduciariamente ao credor constituiriam um patrimônio de afetação, motivo pelo qual estariam expressamente excetuados da falência do devedor em decorrência do disposto no inciso IX do art. 119 da Lei de Falência e Recuperação⁶⁵. Esse argumento, contudo, não parece ser necessário, nem mesmo correto. Primeiro porque, conforme antecipado, a própria transferência da propriedade já é motivo suficiente para que os bens e créditos cedidos fiduciariamente deixem de compor o patrimônio do devedor, não se sujeitando, por consequência, aos preceitos do procedimento falimentar. E segundo porque se há um patrimônio de afetação, formado, de forma exclusiva, pelos direitos cedidos fiduciariamente, tal patrimônio encontra-se sob a égide do credor fiduciário, e não do devedor, razão pela qual o disposto no inciso IX do art. 119 da Lei de Falência e Recuperação seria aplicável apenas nas hipóteses da falência do credor⁶⁶. De qualquer maneira, ainda que não se vislumbresse a existência deste patrimônio de afetação, não deixaria de ser reconhecido que houve a transferência de bens ou direitos para o credor com uma finalidade específica, que foi a viabilização de uma garantia. Dessa forma, todos os bens e direitos cedidos fiduciariamente ao credor estarão sujeitos à uma condição *ipso iure* (exceto no caso daqueles que compõe o objeto de uma titularidade fiduciária decorrente de um negócio fiduciário em sentido técnico), cabendo à massa falida do credor o dever de restituí-los ao devedor, caso este promova o pagamento da dívida garantida e torne desnecessária, por consequência, a excussão dos direitos econômicos cedidos para fins da garantia⁶⁷.

⁶⁵ Nesse sentido, posiciona-se CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio...*, Ob. Cit. p. 360.

⁶⁶ Vislumbrando a existência do patrimônio de afetação do credor, Luis Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos apresenta de forma bastante clara a questão: *“O cessionário adquire um direito fiduciário, o crédito, que embora faça parte do seu património está aí numa situação particular, não podendo, ao contrário dos seus restantes direitos patrimoniais, segundo nos parece, ser penhorado em acção interposta pelos seus credores, não fazendo parte da sua massa insolvente, se for declarada a sua insolvência, e não podendo dispor dele, a não ser nas condições fixadas no contrato. Estas condições basicamente reduzem-se a duas: o cumprimento da obrigação garantida pelo cedente, o que levará a que o fiduciário lhe tenha de retransmitir o crédito, e o incumprimento dessa obrigação por parte do transmitente desse direito, o que permite a sua liquidação pelo fiduciário, em regra através da venda a terceiro, por forma a, com o montante dessa forma obtido, levar à extinção da obrigação garantida.”* (Destaque nosso) (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 603).

⁶⁷ Novamente, valem as palavras de José Carlos Moreira Alves, que tão bem sintetiza a situação da falência do credor da garantia fiduciária: *“Em se tratando de falência do credor adquirente, a solução desse problema não enseja mais dificuldade. De feito, com a falência, não se extingue a relação jurídica decorrente da alienação fiduciária, assumindo a massa falida apenas (e sem qualquer alteração da natureza da relação jurídica que ela incorporou) a posição do falido, o que quer dizer que continua a ser, em lugar dele, titular de uma propriedade resolúvel que garante a satisfação do crédito em benefício do concurso de credores. Dessa forma, se o devedor pagar, recuperará ele, ipso iure, a propriedade plena da coisa que alienara fiduciariamente. Se, ao contrário, o devedor, ao vencer-se o débito, não efetuar o pagamento, a massa falida – como ocorreria*

Na hipótese de a titularidade fiduciária não estar sujeita à uma condição *ipso iure*, a exemplo do que ocorre naquelas decorrentes de negócios fiduciários em sentido técnico, haveria para o devedor um dos riscos típicos desse tipo de negócio. Afinal, como a restituição da titularidade do bem depende da manifestação do credor, estando este obrigado a fazê-lo (mas apenas no plano do direito das obrigações), o eventual descumprimento desta obrigação impõe ao devedor o direito de pleitear as perdas e danos cabíveis. Mas tal direito, por sua própria natureza, seria considerado quirografário para fins da falência. Esta é uma das razões pelas quais os devedores, cada vez mais, evitam a celebração de negócios fiduciários em sentido técnico que tenham por intuito a constituição de garantias em favor do credor.

Conforme também já destacado ao longo deste trabalho, é importante observar que os contratos bilaterais, puramente obrigacionais (ou sem interferência no plano dos direitos reais), podem ser rescindidos pelo administrador da falência, se este entender que eles não serão benéficos para a criação ou preservação de riquezas em favor da massa falida (art. 117 da Lei de Falência e Recuperação). Dessa forma, caso o contrato de cessão fiduciária contemple Direito de Crédito de Dividendos futuros, a garantia real não será aperfeiçoada até que surja o direito em questão, razão pela qual o contrato poderá ser então rescindido, sem proporcionar a segurança requerida pelo cessionário fiduciário, cabendo a este, apenas, a possibilidade de se colocar como mais um credor quirografário no procedimento falimentar do devedor.

No entanto, cabe destacar também que, mesmo diante da constituição da titularidade fiduciária tendo por base um direito econômico presente, tal como ocorreria no caso do Direito de Crédito de Dividendos já existente (deliberado) ou do Direito Expectativo aos Dividendos, essa garantia ficaria sujeita ao termo da falência, de acordo com o que dispõe os arts. 99, II, e 129, III, da Lei de Falência e Recuperação. Isso significa que, apesar de constituída, a garantia pode deixar de ser eficaz perante a massa falida, sujeitando o credor aos efeitos da falência. E pior: na condição, novamente, de mero credor quirografário.

Recuperação Judicial. Se os efeitos da falência sobre a titularidade fiduciária são relativamente simples e sem grandes divergências, o mesmo já não pode ser afirmado em relação ao procedimento de recuperação judicial. A prova disso é que os Tribunais de Justiça

com o credor, se não tivesse falido – deverá vender a coisa, retirar do preço o correspondente ao crédito, e havendo saldo, entregá-lo ao devedor. E, enquanto não se dá o vencimento da dívida, o devedor conserva, mas agora em face da massa falida, o mesmo direito eventual que teria, perante o credor originário, de recuperar a coisa, automaticamente, com o pagamento de débito.” (ALVES, José Carlos Moreira. Da Alienação..., Ob. Cit. p. 195).

dos mais diversos Estados veem há quase dez anos travando uma intensa disputa para definir uma questão primordial: se o crédito garantido por cessão fiduciária de direitos econômicos submete-se ou não aos efeitos da recuperação judicial.

Para endereçar a questão, é preciso entender, inicialmente, como a matéria é tratada na Lei de Falência e Recuperação, para depois refletir sobre as possíveis interpretações dali decorrentes.

O art. 49 da referida lei estabelece que todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos, deverão se submeter aos efeitos do procedimento de recuperação judicial. No entanto, assim como fez em relação às garantias reais sujeitas à falência, a lei também estabeleceu algumas exceções à regra geral, sendo que duas delas interessam de forma particular ao presente estudo.

A primeira, tratada no § 3º do mesmo artigo, prevê que os credores que são titulares de posição de “*proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis*” não terão os seus créditos submetidos aos efeitos da recuperação judicial, prevalecendo, portanto, “*os direitos de propriedade sobre a coisa*” e as “*respectivas condições contratuais*”. Entretanto, a despeito deste regime favorável, não será permitido aos proprietários fiduciários – durante o prazo de suspensão (que não poderá ser superior a 180 dias contados da data do processamento da recuperação, conforme determina o art. 6º, § 4º) – realizarem a venda ou a retirada, do estabelecimento do devedor, de quaisquer bens de capital considerados essenciais ao desenvolvimento da atividade empresarial.

Sob esta perspectiva, observa-se que a Lei de Falência e Recuperação não limita o conceito de “*proprietário fiduciário*”, razão pela qual é possível admitir aqui tanto o credor fiduciário que assim o é por força da celebração de um negócio fiduciário típico, quanto aquele que recebeu a propriedade fiduciária em decorrência da celebração de um negócio fiduciário atípico (do tipo germânico ou em sentido técnico). Igualmente, não há limitação quanto à natureza do bem sobre o qual a exceção do § 3º recai, podendo ser qualquer bem móvel ou imóvel, seja ele corpóreo ou incorpóreo, fungível ou infungível. Essa amplitude quanto às hipóteses de credores fiduciários não submetidos aos procedimentos de recuperação judicial é de certa forma coerente com a mesma política legislativa adotada em relação à falência, embora não seja, conforme será discutido adiante, isenta de críticas e reflexões.

A segunda “exceção”, tratada no § 5º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação, não chega a ser bem uma exceção, pois não trata de credores ou créditos que estão excluídos

do procedimento de recuperação judicial, mas sim de créditos que, apesar de submetidos a tal procedimento, apresentam garantias resguardadas com proteção especial⁶⁸. Esta situação aplica-se às hipóteses de credores garantidos com “*penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários*”, sendo certo que tais credores, embora permaneçam submetidos à recuperação judicial, terão suas garantias substituídas ou renovadas durante a vigência de tal recuperação e, enquanto não renovadas ou substituídas, os valores eventualmente recebidos em pagamento permanecerão depositados em conta vinculada durante todo o período de suspensão (ou seja, durante 180 dias contados da data do processamento da recuperação, conforme determina o art. 6º, § 4º).

No § 5º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação existe, portanto, a regulação das garantias reais cujos bens subjacentes são direitos econômicos em geral, marcados pelo fato de resultarem, para seus respectivos titulares, no recebimento de valores pecuniários. Apesar de os bens serem os mesmos, a garantia real ali tratada é limitada exclusivamente ao penhor, afastando, portanto, outras garantias que também tenham por objeto direitos pessoais de caráter patrimonial.

A partir desse contexto legislativo inicial, Eduardo Secchi Munhoz⁶⁹ traçou, de forma bastante pertinente, o conflito de interesses que se sobressai entre a política de recuperação de empresas, de um lado, e a máxima tutela dos interesses dos credores, de outro.

Em um primeiro momento, observa-se a clara preocupação de se excluir os proprietários fiduciários do regime de recuperação judicial do devedor, com o propósito de fomentar a concessão de novos financiamentos. A exclusão do processo de recuperação judicial implica que o credor não participará do plano apresentado pelo devedor, podendo, consequentemente, executar a sua garantia da forma como bem entender e no momento que julgar mais conveniente. Tal medida cria uma situação que confere relevante poder de barganha ao proprietário fiduciário *vis-à-vis* os demais credores, além de posicioná-lo, de forma individual e isolada, em condições de inviabilizar o sucesso do plano de recuperação judicial, já que, a depender do bem que lhe foi transferido em garantia, pode se revelar economicamente impossível a continuidade dos negócios da empresa em situação financeira delicada. Por essa razão, em termos de política legislativa, a escolha pela exclusão de certos

⁶⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária de Direitos de Crédito e Recuperação Judicial de Empresa*. Revista do Advogado. Vol. 105. São Paulo: AASP, 2009. p. 42.

⁶⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 42-43.

créditos do processo de recuperação judicial deve ser feita de forma bastante pontual e organizada, com o intuito de evitar que a estrutura imaginada para o referido procedimento torne-se, na prática, inviável, especialmente diante do uso banalizado e generalizado de tais garantias.

Com essa preocupação em mente, a legislador buscou estabelecer na Lei de Falência e Recuperação uma forma de equilibrar os interesses, permitindo que existam, mesmo diante de uma garantia forte ao credor, formas de se viabilizar a recuperação judicial do devedor. Por essa razão, a lei previu, nos termos dos §§ 3º e 5º do seu art. 49, a sujeição dos proprietários fiduciários e dos credores garantidos com penhor sobre direitos de crédito (apesar desses últimos não estarem excluídos do regime de recuperação judicial) ao período de suspensão (referido pela doutrina anglo-saxã como *stay period*). Tal medida significa, na prática, que os valores eventualmente arrecadados a partir da cobrança dos créditos concedidos em garantia deverão ficar depositados em conta vinculada à recuperação judicial, até que o prazo final do período de suspensão seja exaurido ou até que os direitos de crédito correspondentes a referidos valores sejam substituídos ou renovados por outros, de forma que os recursos já existentes na conta vinculada possam, sem prejuízos para o credor, ser levantados pelo devedor e empregados no desenvolvimento de suas atividades. Em razão da importância econômica que o período de suspensão assume no contexto da recuperação judicial, quaisquer medidas que visem excetuar a sujeição de créditos ao referido período também devem ser recebidas em caráter excepcional, de forma a não prejudicar a viabilidade dos planos de recuperação judicial do devedor.

Pois bem, foi neste intrincado jogo de interesses contrapostos e linguagem legislativa não isenta de distintas interpretações que fez com que se despertassem as disputas em torno de ser ou não a titularidade fiduciária sobre direitos econômicos sujeita à recuperação judicial e, em sendo, de ser ela submetida ou não às restrições fixadas durante o período de suspensão.

Em termos gerais, duas linhas jurisprudenciais foram estabelecidas.

A primeira, encabeçada, de forma majoritária, pelos Tribunais de Justiça do Espírito

Santo⁷⁰, Rio de Janeiro⁷¹ e Mato Grosso do Sul⁷², sustenta que os créditos garantidos com cessão fiduciária de direitos econômicos sujeitam-se aos procedimentos da recuperação judicial. Como fundamento de suas decisões, argumentam, em síntese, que os “*bens móveis*” referidos no § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação são apenas aqueles qualificados como bens corpóreos infungíveis, nos termos do art. 1.361 do CCBra, em relação aos quais não estariam incluídos os direitos de crédito em geral, visto que, apesar de móveis, estes últimos seriam de natureza incorpórea e fungível⁷³. Dessa forma, como a redação do § 3º do art. 49 é uma exceção à regra geral, deve ela ser interpretada de maneira restritiva, vale dizer: tivesse sido a intenção do legislador realmente excluir as titularidades fiduciárias sobre direitos patrimoniais do âmbito da recuperação judicial, deveria ter feito isso de forma expressa, o que não teria ocorrido⁷⁴. Ainda nesta mesma linha, alegam que a parte final do § 3º do art. 49 teria sido clara em limitar a exceção apenas aos bens corpóreos infungíveis, ao afirmar que os bens de capital dados em garantia não podem ser “retirados” do estabelecimento comercial do devedor. Se algo é “retirado”, é porque ele seria, necessariamente, corpóreo, não havendo razão para se estender a exceção legal aos direitos de crédito⁷⁵. Ao estabelecer essa premissa, concluem no sentido de que o § 5º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação, apesar de se referir expressamente a “*penhor*”, contempla,

⁷⁰ **TJES**: (i) AI nº 141.390.006.170, Rel. Des. Ronaldo Gonçalves de Sousa, jul. 19/11/2013; (ii) AC nº 030.070.097.032, Rel. Des. Elisabeth Lordes, jul. 17/05/2011; (iii) AI nº 030.090.000.180, Rel. Des. Fábio Clem de Oliveira, jul. 11/05/2011; (iv) AI nº 030.089.000.142, Rel. Des. Jorge G. Coutinho, jul. 24/06/2008.

⁷¹ **TJRJ**: (i) AI nº 0023008-16.2014.8.19.0000, Rel. Des. André Andrade, jul. 07/08/2014; (ii) AI nº 0002668-51.2014.8.19.0000, Rel. Des. Heleno Ribeiro P. Nunes, jul. 25/02/2014; e (iii) AI nº 2009.00201890, Rel. Des. Alexandre Freitas Câmara, jul. 18/03/2009.

⁷² **TJMS**: (i) AI 2010.022620-3/0000-00, Rel. Des. Luiz Carlo Santini, jul. 24/08/2010; e (ii) AI nº 0025412-06.2012.8.12.0000, Rel. Des. Vladimir Abreu da Silva, jul. 28/06/2012.

⁷³ “(...) como o próprio agravante insiste em afirmar em suas razões recursais, o mesmo se revela como sendo proprietário fiduciário de títulos de crédito que, por óbvio, não se confundem com a classificação de bens móveis ou imóveis. Tanto é assim que a Lei n.º 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais, estabelecendo medidas para seu desenvolvimento, afirma ser admissível, como forma de garantia das obrigações assumidas perante instituição financeira, a cessão fiduciária de bens móveis ou, ainda, de títulos de crédito. Vejamos o que dispõe seu artigo 66-B, §3º, incluído pela Lei n.º 10.931/2004: ‘É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito (...)’.” (AC nº 030070097032, Rel. Des. Elisabeth Lordes, TJES, jul. 17/05/2011).

⁷⁴ “Portanto, entendo que se o legislador previu a possibilidade de cessão fiduciária tanto de coisa móvel quanto, como no caso em apreço, de títulos de crédito, deveria esta última hipótese também estar prevista, de modo expreso pela lei específica, como excluída dos efeitos da recuperação judicial, o que não é o caso.” (AC nº 030070097032, Rel. Des. Elisabeth Lordes, TJES, jul. 17/05/2011).

⁷⁵ “Além disso, o que se percebe da parte final do citado dispositivo legal é que o legislador está se referindo a bens móveis materiais, pois faz alusão expressa à impossibilidade de venda ou retirada dos bens do estabelecimento da empresa no período de suspensão previsto no parágrafo 4º do artigo 6º, circunstância que não se aplica aos títulos de crédito, pois créditos em geral são bens móveis imateriais.” (AI nº 030.090.000.180, Rel. Des. Fábio Clem de Oliveira, TJMS, jul. 11/05/2011).

na realidade, o regime das garantias que têm por objeto direitos de crédito em geral, incluindo, portanto, a titularidade fiduciária⁷⁶. Por esse motivo, não poderia deixar de se falar em sujeição dos créditos garantidos por titularidade fiduciária ao regime da recuperação judicial. Finalmente, não deixam de reconhecer também que ao se permitir o afastamento dos credores garantidos com titularidade fiduciária do regime da recuperação judicial, estaria por se viabilizar uma frustração dos princípios tutelados pela legislação falimentar, o que seria uma afronta direta ao disposto no art. 47 da Lei de Falência e Recuperação⁷⁷.

⁷⁶ AI 2010.022620-3/0000-00, Rel. Des. Luiz Carlo Santini. jul. 24/08/2010.

⁷⁷ Interessante, nesse sentido, são algumas recentes decisões proferidas pelo TJRJ. Apesar de reconhecerem que os créditos garantidos por propriedade fiduciária não estão sujeitos à recuperação judicial, as decisões acabam por flexibilizar a regra e determinar, em grau de medida de urgência, que do montante total arrecadado pelo credor, um percentual máximo seja de fato por ele aproveitado para fins de satisfação de seu crédito, ficando o saldo remanescente sujeito, no entanto, à recuperação judicial. A lógica dessa decisão é pautada, justamente, pelo “interesse social” na preservação da empresa, conforme fica claro nos Acórdãos a seguir:

(i) “AGRAVO DE INSTRUMENTO. TRAVA BANCÁRIA. DECISÃO QUE DETERMINOU A LIBERAÇÃO DE 20% DOS CRÉDITOS SUJEITOS À CESSÃO FIDUCIÁRIA. CRÉDITO FIDUCIÁRIO QUE, EM REGRA, ESTÁ EXCLUÍDO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL. PRINCÍPIO DA REDUÇÃO DOS CUSTOS DO CRÉDITO QUE DEVE SER PONDERADO COM O PRINCÍPIO DA PRESERVAÇÃO DA EMPRESA. ATIVIDADE ECONÔMICA DE ESPECIAL RELEVÂNCIA SOCIAL. DECISÃO QUE SE JUSTIFICA, DIANTE DO CASO CONCRETO. RECURSO A QUE SE NEGA PROVIMENTO.” (AI nº 0002668-51.2014.8.19.0000, Rel. Des. Heleno Ribeiro P. Nunes, TJRJ, jul. 25/02/2014).

(ii) “AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO CAUTELAR. PEDIDO DE PROCESSAMENTO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL. CESSÃO FIDUCIÁRIA DE CRÉDITO EM GARANTIA. “TRAVA BANCÁRIA”. VIABILIDADE DA EMPRESA. FUMUS BONI IURIS. PERICULUM IN MORA. 1) Pretende a sociedade recorrida obter providência de natureza cautelar que lhe assegure capital de giro necessário para honrar o cumprimento das suas obrigações sociais, sobretudo aquelas decorrentes da folha de pagamento de seus empregados, até que seja deferido o seu pedido de processamento de recuperação judicial, declarando-se como empresa economicamente viável, uma vez que presta serviço relevante para o êxito do projeto de exploração do pré-sal pela Petrobrás. 2) A prova documental carreada para os autos, consistente no contrato firmado pela Petrobrás com a agravante para prestação de serviços técnicos de suporte à atividade de exploração petrolífera parece revelar, em um primeiro momento, a importância social da contribuição da recorrente para a economia nacional e para o crescimento de emprego no país. 3) Os balanços patrimoniais da recorrida sugerem que esta vivencia uma crise econômico-financeira, a qual, entretanto, não se espargiu, ao menos até o presente momento, para a sua órbita patrimonial, sendo prematuro concluir, sobretudo em sede de sumária cognição, pela sua inviabilidade, especialmente considerando a magnitude de seu ativo empresarial acumulado ao longo dos exercícios de 2010 a 2013. 4) Assim, ao menos em tese, a utilização do mecanismo da “trava bancária” pela instituição financeira agravante, com a apropriação integral do percentual de recebíveis pactuado como garantia do empréstimo, poderia constituir entrave ao êxito do soerguimento da agravada, residindo neste ponto o risco de dano in reverso irreparável ou de difícil reparação para a empresa. 5) As questões envolvendo a submissão dos créditos oriundos da “trava bancária” à recuperação judicial, por força do §3º do art. 49, da Lei nº 11.101/05, e a real natureza do contrato de cessão fiduciária de recebíveis do devedor em favor das instituições financeiras como garantia de empréstimo constituem temáticas assaz divergentes, a respeito das quais haverá oportuna e aprofundada discussão nos autos da ação principal, caso porventura venha a ser deferida a pretendida recuperação judicial. 6) Contudo, a determinação contida na decisão impugnada no sentido da abstenção de apropriação dos recebíveis da empresa agravada foi dirigida a todas as instituições financeiras com as quais aquela firmou ajustes deste jaez, dentre as quais a ora agravante. 7) Ademais, os valores mensais das prestações estabelecidas em favor do banco agravante não se revelam aptos, por si só, a fazer frente ao total da folha de pagamento mensal da agravada, o que decerto também ocorre em relação aos contratos firmados por esta última com as demais instituições financeiras. 8) Nesse cenário, a medida que, ao menos por ora, melhor se compatibiliza com o estágio embrionário em que se encontra o processo consiste em manter a restrição imposta à instituição financeira pela decisão recorrida, porém, limitada à metade do percentual de recebíveis estabelecido no

Esses argumentos merecem algumas reflexões. Primeiramente, cabe destacar que os direitos econômicos fiduciariamente cedidos não são bens móveis fungíveis, mas sim infungíveis. O que é fungível é, por óbvio, o resultado do exercício desses direitos, ou seja, os valores pecuniários em si recebidos como meio de pagamento dos montantes devidos (que podem ou não ficar depositados em conta bancária após a sua cobrança pelo credor, a depender do acordo firmado com o devedor), mas não os direitos creditórios ou patrimoniais dos quais estes valores decorrem. O art. 85 do CCBra define como bens fungíveis aqueles que podem ser substituídos por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade. Nessa linha, não é difícil perceber que os direitos cedidos fiduciariamente até podem ser substituídos por outros (da mesma espécie) que contemplem valores iguais (mesma quantidade), mas dificilmente tais direitos apresentariam entre si características e riscos de crédito absolutamente idênticos (mesma qualidade). Ao se realizar uma cessão fiduciária de Direito Expectativo aos Dividendos, p. ex., é certo que as partes deverão especificar o montante total de dividendos cedidos, bem como as ações das quais esses dividendos decorrem, sendo igualmente certo que o credor, ao aceitar a garantia, terá avaliado os riscos relativos ao direito outorgado, determinando as características de seu financiamento com base na qualidade em si desta garantia. Se, posteriormente, há a necessidade de se alterar ou substituir o direito já cedido fiduciariamente, é possível que, apesar de o devedor possuir outros créditos de valores similares àquele dos Direitos Expectativos aos Dividendos originalmente cedidos, tais novos créditos não sejam oriundos de pagadores com o mesmo nível de confiabilidade que a sociedade responsável pelo pagamento dos dividendos detinha. Aliás, ainda que fosse o mesmo pagador, este poderia estar mais comprometido em pagar o primeiro crédito cedido, em razão de alguma particularidade da relação comercial que os originou, do que o segundo crédito agora oferecido pelo devedor fiduciante. Em se tratando de direito aos dividendos, muitas vezes até mesmo a espécie ou classe de ações já é razão suficiente para que o fluxo projetado de dividendos em um caso seja maior do que em outro, afetando, portanto, a perspectiva de risco do cessionário fiduciário em relação ao fluxo de receitas que lhe fora cedido em garantia. Tudo isso, por certo, faz com que os direitos de crédito (ao menos antes do seu efetivo pagamento) não possam ser absolutamente fungíveis entre si. Falta-lhes um requisito essencial, que é a mesma qualidade. Tanto isso é verdade que, em mecanismos tradicionais de cessão fiduciária de créditos, nos quais podem existir a

contrato de cessão fiduciária em garantia, permitindo, assim, à recorrida o livre acesso e movimentação de parte dos respectivos valores. 9) Recurso ao qual se dá parcial provimento.” (AI nº 0023008-16.2014.8.19.0000, Rel. Des. André Andrade, TJRJ, jul. 07/08/2014).

substituição ou o complemento dos direitos creditórios originalmente cedidos por outros⁷⁸, sempre as instituições financeiras vincularão a inclusão dos novos créditos à uma aprovação prévia de risco, de forma a garantir que suas qualidades relativas sejam, pelo menos, similares às daquelas dos créditos anteriormente cedidos. Fossem os direitos de crédito, portanto, de fato fungíveis, a prerrogativa exigida pelos bancos para aprovar o novo direito a ser ofertado em garantia seria, no mínimo, desnecessária e, no máximo, um abuso de posição contratual.

Ademais, é importante ressaltar que mesmo os bens fungíveis, como o dinheiro, p. ex., podem ser considerados infungíveis pela vontade, expressa ou tácita, das partes contratantes⁷⁹. Dessa forma, apesar de ser comumente afirmado que a cessão fiduciária sobre aplicações financeiras e recursos depositados em uma conta bancária apenas se tornou possível após a entrada em vigor do art. 66-B da Lei 4.728/1965, o qual passou a disciplinar a propriedade fiduciária sobre bens fungíveis, a verdade é que uma certa quantia em dinheiro, perfeitamente delimitada e depositada em uma conta bancária específica, submetida a movimentação restrita, *infungibiliza-se*⁸⁰, devendo ser assim tratada, portanto, para fins de garantia. É justamente este caráter infungível do crédito que torna possível a realização de sua cessão fiduciária com fundamento nos arts. 1.361 e ss. do CCBra, conforme já afirmamos no anteriormente⁸¹. Por essa mesma razão, ainda que se admitisse ser os direitos econômicos absolutamente fungíveis entre si, é certo que a delimitação e o controle sobre a sua qualidade, cobrança e fluxos de pagamentos são tão detalhadamente regrados no contrato de cessão fiduciária, que seria muito difícil dizer que tais direitos, mesmo após o seu efetivo pagamento, não se infungibilizaram por vontade – ainda que tácita – das partes. A maior evidência das intenções de se infungibilizar os direitos fiduciariamente cedidos encontram-se, justamente, nas cláusulas que submetem à aprovação prévia do credor os novos direitos

⁷⁸ Nesse sentido, cf. SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 134-138.

⁷⁹ “a fungibilidade ou infungibilidade é predicado que resulta, em regra, da própria qualidade física, da própria natureza da coisa. Mas pode advir igualmente da vontade das partes. Estas, por convenção, tornam infungíveis coisas intrinsecamente fungíveis”. (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*. Vol. 1: Parte Geral. 40ª Edição. Ver. e Atual. por Ana Cristina de Barros Monteiro França Pinto. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 184).

⁸⁰ É esta, aliás, a posição do STJ sobre o tema, como fica claro na seguinte decisão: “*Ressalta que, mesmo sendo de natureza fungível, em se tratando de contrato de depósito, o que é incontroverso nos autos, infungibiliza-se a coisa depositada, posto que individualizada pela quantidade e qualidade, sendo vedada por contrato a sua retirada sem a autorização do depositante. No caso, a soja, cereal fungível, revestiu-se do caráter de infungibilidade pela vontade das partes, manifestada no contrato.* (RE nº 1.017.304 - RS (2007/0306151-2), Min. Raul Araújo, STJ, pub. 12/06/2013).

⁸¹ Sobre esta discussão, ver Subcapítulo 6.2.

a serem incluídos na garantia, de forma a se assegurar que estes manterão as mesmas “qualidades” dos créditos originais.

Essa reinterpretação dos aspectos da (in)fungibilidade dos direitos de crédito, conjugada com o disposto no art. 83, III, do CCBra, leva à conclusão de que o conceito de “*bens móveis e imóveis*” empregado no § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação engloba também os direitos pessoais de caráter patrimonial (aí inclusos, consequentemente, os direitos de crédito), não havendo razão para querer limitar a sua extensão apenas aos bens corpóreos. O próprio art. 1.361 do CCBra, que é referido pelo Poder Judiciário como sendo o único que estaria abarcado pela exceção do § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação, também não impõe qualquer limitação relevante, haja vista que a referência a “coisa móvel infungível” não afasta o caso relativo à cessão fiduciária de direitos. Pelo contrário, os direitos pessoais de caráter patrimonial – incluindo aqueles relativos aos dividendos (Direito Expectativo aos Dividendos e Direito de Crédito de Dividendos) – são, por natureza ou vontade das partes, não importa, infungíveis, o que certamente os insere sob a égide de regulação do art. 1.361 do CCBra. Estão, portanto, fora dos procedimentos de recuperação judicial, conforme disciplina o § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação.

Outro ponto que merece ser destacado da argumentação dos Tribunais de Justiça do Espírito Santo, Rio de Janeiro e Mato Grosso do Sul é a questão da extensão do § 5º do art. 49 da Lei de Falências. Apesar de tratar de garantias sobre direitos econômicos em geral, este dispositivo é bastante claro ao prever que ele seria aplicável apenas aos penhores de direitos. Dessa forma, tentar ampliar o conceito ali empregado para que ele abarque também as hipóteses de titularidade fiduciária, quando esta já foi expressamente excetuada no § 3º, é tentar reverter a pretensão da lei, buscando justificar, juridicamente, a necessidade de se resguardar a recuperação judicial da companhia a qualquer custo. Sem dúvida, ao se fixar uma garantia tão forte ao ponto de determinar a sua não submissão à falência ou à recuperação judicial, cria-se um problema sério no que se refere à concretização de outros princípios legislativos importantes, tais como a continuidade da atividade empresária e a proteção dos interesses de trabalhadores e consumidores ligados ao empresário. Apesar disso, não é mediante a construção de interpretações excessivamente descasadas com o contexto legal que o problema será resolvido. Pelo contrário, ao se decidir de forma contrária ao disposto na lei em vigor, pode-se acabar por promover um ambiente de insegurança que torne a concessão de financiamentos mais cara. Eventuais ajustes, se necessários, devem partir de uma reforma legislativa, seguida de uma construção jurisprudencial e doutrinária

coerente.

A segunda corrente jurisprudencial, liderada pelos Tribunais de Justiça de São Paulo⁸², Paraná⁸³, Minas Gerais⁸⁴, Rio Grande do Sul⁸⁵ e Bahia⁸⁶, sustenta, em linha com o que se buscou defender acima, que os créditos garantidos com cessão fiduciária de direitos econômicos não estão sujeitos aos procedimentos de recuperação judicial.

Essencialmente, a argumentação apresentada por esses tribunais fundamenta-se na ideia de que “*bens móveis ou imóveis*” abarcam, conforme antecipado neste Subcapítulo, não apenas os bens corpóreos e/ou infungíveis, mas também os incorpóreos e/ou fungíveis, em linha com o que dispõe o art. 83, III, do CCBra⁸⁷ e também o art. 66-B, § 3º, da Lei 4.728/1965. Por esse motivo, todas as formas de titularidade fiduciária sobre créditos, independente se oriundas de negócios fiduciários típicos ou atípicos, estariam abarcadas pelo conceito de “*proprietário fiduciário*” a que o § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação faz referência.

Apesar disso, é frequente (embora nem sempre constante) a referência ao fato de que, como forma de favorecer o plano de recuperação, os titulares fiduciários de direitos de crédito devem se sujeitar ao *stay period*, ou seja, ao período de suspensão que sucede o deferimento do pedido de recuperação judicial. A sujeição ao período de suspensão decorre do disposto na parte final do § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação e tem por finalidade impedir que os créditos recebidos pelo credor fiduciário sejam por ele levantados – durante o referido período e para fins de satisfação individual de seu crédito – em razão do

⁸² **TJSP**: (i) AI nº 628.519-4/2-00, Rel. Des. Elliot Akel, jul. 09/06/2009; (ii) AI nº 585.273-4/7-00, Rel. Des. Romeu Ricupero, jul. 19/11/2008; (iii) AI nº 541.816-4/4-00, Rel. Des. José Araldo de Costa Telles, jul. 07/05/2008; (iv) AI nº 2146779-02.2014.8.26.0000, Rel. Des. Dimas Rubens Fonseca, jul. 23/09/2014; (v) AP nº 0065753-75.2012.8.26.0100, Rel. Des. Jovino de Sylos, jul. 03/06/2014; (vi) AI nº 2146779-02.2014.8.26.0000, Rel. Des. Dimas Rubens Fonseca, jul. 23/09/2014.

⁸³ **TJPR**: (i) AI nº 0472508-8, Rel. Des. Ruy Muggiati, jul. 27/08/2008; (ii) AI nº 1132762-5, Rel. Des. Espedito Reis do Amaral, jul. 28/05/2014; e (iii) AI nº 1114526-1, Rel. Des. Luiz Cezar Nicolau, jul. 12/02/2014.

⁸⁴ **TJMG**: (i) AI nº 1.0024.12.308890-8/009, Rel. Des. Selma Marques, jul. 14/10/2014; e (ii) AI nº 1.0024.13.280103-6/001, Rel. Des. Selma Marques, jul. 14/10/2014.

⁸⁵ **TJRS**: (i) AI nº 70041318551, Rel. Des. Romeu Marques Ribeiro Filho, jul. 22/06/2011; e (ii) AI nº 70042793521, Rel. Des. Luís Augusto Coelho Braga, jul. 27/10/2011.

⁸⁶ **TJBA**: (i) AI nº 0004667-63.2013.8.05.0000, Rel. Des. José Edivaldo Rocha Rotondano, jul. 10/12/2013; e (ii) AI nº 0001034-44.2013.8.05.0000, Rel. Des. Augusto de Lima Bispo, jul. 07/10/2013.

⁸⁷ Apesar disso, mais uma vez é importante destacar que, apesar de correto, não seria preciso ampliar o conceito do disposto no § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação para abarcar os “bens fungíveis”, já que os direitos pessoais de caráter patrimonial (categoria na qual se inserem os direitos aos dividendos passíveis de cessão) são infungíveis (seja por natureza ou, no mínimo, por vontade das partes) para fins da garantia decorrente da cessão fiduciária.

risco que tal medida poderia impor ao capital de giro do devedor. E, conseqüentemente, ao sucesso da sua recuperação judicial.

Nesse sentido, ganham bastante relevância as sucessivas decisões proferidas pelo Tribunal de Justiça de São Paulo, nas quais não apenas se confirma a não sujeição dos créditos garantidos com titularidade fiduciária sobre direitos de crédito aos procedimentos de recuperação judicial, como também se reafirma a importância da sujeição dessas mesmas garantias ao *stay period*, com o objetivo, justamente, de evitar o fracasso precoce de qualquer tentativa de recuperação econômica do devedor. Mas não apenas isso. Nessas mesmas decisões, é ressaltado o fato de que a parte final do § 3º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação deve ser interpretada em conjunto com o § 5º, pois, embora este último aplique-se apenas ao penhor de direitos, a sistemática de proteção (nele contemplada) às garantias que tenham por objeto direitos de crédito pode ser estendida também à titularidade fiduciária de direitos. Dessa forma, as regras dos §§ 3º e 4º do art. 49 da Lei de Falência e Recuperação não se excluem, mas, ao contrário, são complementares entre si, já que instrumentalizam a maneira por meio da qual o crédito (espécie de bem de capital) será mantido no estabelecimento comercial do devedor, preservando, assim, o caixa operacional do devedor e a continuidade da atividade empresarial⁸⁸. As decisões abaixo sintetizam com bastante precisão esse entendimento:

RECUPERAÇÃO JUDICIAL – CREDOR TITULAR DE CRÉDITO GARANTIDO POR CESSÃO FIDUCIÁRIA DE DIREITOS CREDITÓRIOS CONTRA TERCEIRO – PAGAMENTOS RELATIVOS À GARANTIA QUE DEVEM SER FEITOS MEDIANTE DEPÓSITO DE CONTA VINCULADA À RECUPERAÇÃO – ART. 49, PARÁGRAFO 5º DA LEI 11.101/2005 – RECURSO CONHECIDO E DESPROVIDO. (...) Ainda que fosse admitido o enquadramento dos créditos do agravante no disposto no art. 49, § 3º, equiparando-se a cessão fiduciária à alienação fiduciária, melhor sorte não o socorreria. Com efeito, as regras dos §§ 3º e 5º do art. 49 da Lei nº 11.101/2005 não se excluem. Ao contrário, podem ser complementares, como na espécie, uma vez que, configurada eventualmente a alienação fiduciária de direitos creditórios, indubitavelmente e da mesma forma

⁸⁸ Defensor desta posição, Eduardo Secchi Munhoz afirma que: “(...) o crédito cedido fiduciariamente, desde que essencial à atividade empresarial (parte final do § 3º do art. 49), tanto quanto o objeto de penhor, deve ficar depositado em conta vinculada à recuperação judicial durante o *stay period*, assegurando-se, por outro lado, a renovação das garantias pelo devedor. (...) Diferentemente, porém, do penhor, a cessão fiduciária de direitos de crédito fica excluída da recuperação judicial, nos termos do § 3º do art. 49, de sorte que o plano de recuperação judicial não pode atingi-lo, não participando o respectivo credor, ademais, do conclave destinado a deliberar a respeito de tal plano. Assim, ainda que, durante o *stay period*, os recursos provenientes do recebimento dos créditos cedidos fiduciariamente não possam ser levantados pelo credor, uma vez expirado esse prazo, tal levantamento pode ocorrer. Na hipótese de falência, ademais, o titular da cessão fiduciária pode pleitear restituição, ficando, portanto, em posição hierárquica privilegiadíssima para recebimento do pagamento.” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 45).

tratar-se-ia de 'crédito garantido' por 'direitos creditórios', na dicção do § 5º. (AI nº 628.519-4/2-00, Rel. Des. Elliot Akel, jul. 09/06/2009).

AÇÃO DE BUSCA E APREENSÃO. CONTRATOS DE FINANCIAMENTO COM CLÁUSULA DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA. DEFERIMENTO DA MEDIDA NA FORMA LIMINAR. EMPRESA AGRAVADA EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. CRÉDITO DE CREDOR FIDUCIÁRIO QUE NÃO SE SUBMETE ÀS REGRAS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL, MÁXIME EM ESTANDO SUPERADO O PRAZO DE 180 DIAS. DICÇÃO DO ART. 49, § 3º, DA LEI Nº 11.101/05. PRORROGAÇÃO DO PRAZO QUE NÃO PODE PREJUDICAR AQUELE QUE TEM SEU DIREITO GARANTIDO POR LEI. RECURSO DESPROVIDO. (...) Nesse contexto, repise-se que o crédito de alienação fiduciária não se submete ao procedimento de recuperação judicial da empresa devedora, à qual somente se assegura a permanência na posse dos bens dados em garantia pelo prazo de cento e oitenta (180) dias do deferimento do processamento da recuperação judicial, caso cuidem-se de bens essenciais à sua atividade, ponto que, a este tempo, já não mais tem utilidade em seu enfrentamento, eis que decorrido o prazo supra. (AI nº 2146779-02.2014.8.26.0000, Rel. Des. Dimas Rubens Fonseca, jul. 23/09/2014).

Dessa forma, os recursos eventualmente recebidos pelo credor garantido com titularidade fiduciária sobre Direitos Expectativos aos Dividendos, p. ex., não poderiam, durante o *stay period*, ser sacados e aplicados na satisfação da dívida, se considerados essenciais à atividade do devedor, até que este apresentasse outros direitos econômicos, igualmente aceitáveis ao credor, que pudessem substituir os recursos já recebidos. Esses novos direitos, contudo, não contemplam, necessariamente, a mesma qualidade dos Direitos Expectativos aos Dividendos cedidos e já recebidos, razão pela qual a referida substituição deve ser avaliada e aceita expressamente pelo credor⁸⁹. Caso contrário, os créditos já recebidos ficarão depositados na conta vinculada até o término do *stay period*, momento a partir do qual o credor estará apto a sacar os recursos ali existentes, bem como a receber, diretamente (ou seja, sem passar pela estrutura de recuperação judicial definida no plano do devedor), os futuros dividendos distribuídos pela companhia, no montante que seja necessário para satisfazer integralmente o crédito vencido e não pago.

⁸⁹ A esse respeito, Eduardo Secchi Munhoz argumenta que: “Essa possibilidade de renovação deve ser aplicada também à hipótese de cessão fiduciária em virtude da natureza fungível do crédito. De fato, a propriedade do credor é sobre créditos, bens fungíveis, de modo que não ofenderia o seu direito de proprietário a eventual renovação da garantia pelo devedor por outros créditos de mesmo valor e natureza, portanto, hábeis a substituir os primeiros.” ((MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 45). Apesar de concordarmos com a sistemática da proteção, ou seja, com o fato de que pode existir a substituição de créditos já pagos por outros (que apresentem características semelhantes àqueles inicialmente cedidos), não podemos concordar com a qualificação jurídica atribuída a tais direitos. Conforme já afirmamos, fungíveis são os recursos financeiros já pagos, não os direitos de crédito que proporcionam o pagamento desses recursos.

A leitura adotada pelo TJSP nesta matéria (e aqui ratificada) parece ser a que começa a ganhar voz também no STJ. Esta corte, de forma contundente e sistemática⁹⁰, vem decidindo no sentido de negar a sujeição dos credores garantidos com titularidade fiduciária sobre direitos econômicos ao procedimento da recuperação judicial, sem, contudo, afastá-los do regime específico do *stay period*. A intenção é, justamente, garantir o máximo de efetividade possível à garantia, sem prejudicar a viabilidade econômica do plano de recuperação judicial do devedor, sendo este um equilíbrio que a Lei de Falência e Recuperação buscou preservar.

Reflexão Crítica da Posição da Titularidade Fiduciária Perante a Lei de Falência e Recuperação. Em razão de uma escolha legislativa, posteriormente confirmada e aperfeiçoada (corretamente) pela maioria das decisões judiciais analisadas, em especial aquelas proferidas pela STJ, é possível afirmar que foram estabelecidas no contexto do Direito brasileiro garantias fiduciárias bastante favoráveis aos credores. Esse fenômeno contribuiu (e continua a contribuir) significativamente para a progressiva redução dos custos de concessão de financiamentos no mercado financeiro, como bem evidenciam os dados apresentados por Celina Ozawa⁹¹.

Essas garantias são capazes de criar verdadeiras exceções a alguns institutos fundamentais da falência e da recuperação judicial, em especial, respectivamente: (i) a estrita ordem de prioridade entre credores (o que a doutrina anglo-saxã denomina de *deviation from absolute priority of claims*); e (ii) a submissão do crédito ao plano de recuperação judicial, com o objetivo de viabilizar a reestruturação do credor em dificuldade financeira. Apesar da sujeição dessas garantias ao período de suspensão (*stay period*) no caso da recuperação judicial, tal medida se dá apenas por um período muito curto e inflexível, sendo, por isso, tida por alguns⁹² como insuficiente para viabilizar a elaboração de um plano de recuperação judicial contundente e benéfico ao devedor e aos seus respectivos credores.

Diante deste cenário legislativo, é importante se fazer uma reflexão a respeito da possível adoção, no futuro, de novas formas de posicionar os credores garantidos com

⁹⁰ **STJ**: (i) RE nº 1.202.918/SP, Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, jul. 07/03/2013; (ii) RE nº 1.263.500, Ministra Maria Isabel Gallotti, jul. 05/02/2013; (iii) AgRg nº 1306924/SP, Ministro Paulo de Tarso Sanseverino, jul. 12/08/2014; (iv) AgRg dos EDcl nº 22761/MS, Ministro Sidnei Beneti, jul. 05/08/2014; (v) AgRg no REsp nº 1181533/MT, Ministro Luis Felipe Salomão, jul. 05/12/2013; (vi) AgRg no REsp nº 1326851/MT, Ministro Sidnei Beneti, jul. 19/11/2013; (vii) AgRg no CC nº 124489/MG, Ministro Raul Araújo, jul. 09/10/2013; e (viii) EDcl no RMS nº 41646/PA, Ministro Antonio Carlos Ferreira, jul. 24/09/2013.

⁹¹ OZAWA, Celina. *Relação entre Taxas de Juros, Garantias e Tempo de Relacionamento: Aplicação aos Empréstimos de Capital de Giro no Brasil*. Boletim de Informações Fipe, 2009.

⁹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. pp. 36-37.

propriedades fiduciárias perante a falência e a recuperação judicial. Se, no presente momento, pode fazer sentido a existência de garantias fortes o suficiente ao ponto de servirem como “blindagens” aos objetivos centrais fixados pela Lei de Falência e Recuperação, é possível que em outros contextos a situação se inverta, obrigando o legislador a conduzir uma revisão do quadro jurídico atualmente em vigor.

Não é difícil perceber que, se levado ao extremo, um determinado devedor pode transferir fiduciariamente todos os seus bens em benefício de alguns poucos credores, fazendo com que nada reste para os demais – inclusive aqueles que deveriam em princípio ser beneficiados em primeiro lugar (créditos trabalhistas até 150 salários mínimos) – ou mesmo com que se inviabilize a recuperação judicial da atividade empresarial do devedor. É o que provavelmente tende a ocorrer no momento em que a única garantia utilizada no mercado passe a ser a propriedade fiduciária, seja ela decorrente de negócios fiduciários típicos ou atípicos.

Propor alternativas aos modelos da falência/recuperação e de garantias hoje existentes no sistema jurídico brasileiro transcendem o objetivo deste trabalho. Aqui, o propósito era apenas demonstrar o cenário que parece melhor se aplicar à cessão fiduciária de direitos (em especial, a de direitos sobre dividendos), tendo em vista o atual Direito positivo pátrio. No entanto, as preocupações em apontar potenciais problemas e necessidades de aprimoramento do sistema são válidas desde já, de forma que, caso venha a se concluir pela necessidade de mudanças, estas possam ocorrer de forma planejada e coordenada com o mercado, reduzindo, consequentemente, as expectativas negativas e as inseguranças jurídicas que invariavelmente existirão ao longo deste processo.

CAPÍTULO X: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DIANTE DO INADIMPLEMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA

Após a etapa de *pendente condicione* da titularidade fiduciária – isto é, o período no qual o crédito garantido ainda não se encontra vencido e, portanto, não pode ser exigido pelo credor –, chega o momento em que o vencimento da dívida finalmente se verifica. Nesta hipótese, há dois caminhos que poderão ser seguidos pelo devedor: (i) cumprir a obrigação financeira assumida, permitindo a liberação integral das garantias concedidas, ou (ii) inadimplir, total ou parcialmente, os pagamentos devidos, dando causa à excussão das garantias.

Neste Capítulo X, interessa analisar apenas a segunda hipótese (de *defecta condicione*), buscando demonstrar, em especial, a forma como deverá ser executada a titularidade fiduciária que tenha por objeto direitos do acionista aos dividendos (independentemente se expectativos, de créditos existentes ou de créditos futuros).

10.1. Inadimplemento: Absoluto e Relativo

Ao se falar em inadimplemento da dívida, é preciso ter em mente que ele pode se materializar de forma absoluta ou relativa.

A primeira diz respeito à total e objetiva impossibilidade de o devedor honrar a dívida financeira assumida, de forma que não exista outra alternativa ao credor que não seja a excussão da garantia concedida. Já a segunda trata das hipóteses em que há mora no pagamento integral ou de apenas algumas parcelas da dívida garantida, mas sendo ainda possível legitimamente esperar que o devedor, mediante o pagamento dos encargos financeiros cabíveis (juros de mora, multas e correções), cumpra com a obrigação que lhe é imputada, fazendo com que a excussão da garantia apresente-se como uma alternativa viável – embora não a única – de cobrança do crédito devido.

Ambas as modalidades de inadimplemento são admitidas como causa para a excussão das titularidades fiduciárias típicas previstas no ordenamento jurídico brasileiro. É isso o que dispõe, expressamente, o art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/1965, ao estabelecer que, em “*caso de inadimplemento [absoluto] ou mora da obrigação garantida [inadimplemento relativo]*”, o credor poderá vender o bem a terceiros, pelo meio judicial ou extrajudicial que lhe for mais conveniente, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito. O

mesmo entendimento pode ser extraído, ainda, do art. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997¹, quando este prevê que os direitos econômicos cedidos ao credor, e por ele cobrados e recebidos, poderão ser creditados ao devedor “até a final liquidação da dívida e encargos” (Destaques nossos). O próprio emprego da palavra “*final*” já apresenta em si a ideia de que o pagamento da dívida pode ter sido iniciado, mas ainda não concluído, razão pela qual há causa para que a titularidade fiduciária seja excutida, mesmo que o devedor possa, em tese, e mediante o pagamento de encargos, cumprir com o valor em atraso. Daí se interpretar que a garantia pode ser excutida em situação de mero inadimplemento relativo, e não apenas em caso de inadimplemento absoluto. O art. 1.364 do CCBra apresenta esta mesma ideia, determinando que, “*vencida a dívida, e não paga*”, o credor estará apto a iniciar o processo de excussão da garantia, independentemente da condição final do devedor.

Não há motivos, portanto, para defender uma posição diversa nos casos das titularidades fiduciárias decorrentes de negócios jurídicos atípicos (do tipo germânico ou em sentido técnico). O mero atraso (mora) no pagamento de qualquer parcela referente ao Negócio Financeiro Garantido já legitima a excussão da garantia, ainda que de forma limitada, isto é, para fins de satisfação específica do montante efetivamente vencido e não pago. Se o devedor ainda pode ou não, de forma objetiva, purgar a mora por outros meios, pouco importa. A escolha pela excussão da garantia ou pela espera do adimplemento voluntário do devedor cabe exclusivamente ao credor, qualquer que seja a natureza da sua titularidade fiduciária, embora alguns critérios para esta escolha se façam pertinentes, conforme será visto mais adiante.

10.2. O Conteúdo (Ampliado) da Titularidade Fiduciária Diante do Inadimplemento da Dívida: o processo de excussão da garantia

José Carlos Moreira Alves argumenta, corretamente, que a propriedade fiduciária não deixa de ser resolúvel (limitada, portanto, aos fins da garantia) diante do inadimplemento da dívida². Tal qualidade é afastada, apenas, quando existe a efetiva excussão do bem ou

¹ Esse dispositivo é aplicável às hipóteses de titularidades fiduciárias concebidas no mercado imobiliário e, também, por referência cruzada (§ 4º do art. 66-B da Lei nº 4.728/1965), nos mercados financeiro e de capitais.

² “*Vencido o débito, e não solvido pelo devedor ou pelo terceiro garante, a propriedade fiduciária não deixa, por isso, de continuar resolúvel até que, com a venda a terceiro, do bem alienado fiduciariamente, ela se extinga.*” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 210). Por oportuno, é importante destacar que esta assertiva não se estende à titularidade fiduciária em sentido técnico, pois nesta, conforme já discutido ao longo deste trabalho, não existe uma condição resolutiva *ipso iure*, mas apenas um direito condicionado, que diante da verificação da referida condição, faz surgir para o seu titular a *obrigação* de devolver a

direito objeto da garantia, isto é, quando ocorre a sua venda a um terceiro, com a finalidade de levantar os valores que serão aplicados no pagamento da dívida. Este terceiro adquirente, por óbvio, precisa tornar-se titular do objeto da garantia sem que exista sobre ele qualquer condição resolutiva, diferentemente do que ocorre em relação ao credor, que detém a propriedade do referido objeto visando fim específico, qual seja: o de servir em segurança a financiamento anteriormente concedido (daí, justamente, a razão da resolubilidade que lhe recai). Apenas neste momento, portanto, e em relação específica ao terceiro adquirente, é que se poderá falar em titularidade plena, em substituição à titularidade fiduciária (resolúvel) anteriormente existente para o credor.

Mas além da questão finalística do bem fiduciariamente cedido, que determina, por isso, a formação de um patrimônio resolúvel (de titularidade do credor) afetado aos propósitos específicos da garantia³, há ainda um outro motivo relevante para que a resolubilidade não deixe de existir automaticamente em relação ao credor. Não se pode descartar a hipótese de ser consumada a *conditio iuris* necessária à retroaquisição do bem, mesmo diante do inadimplemento da dívida pelo devedor. No caso de inadimplemento absoluto, é possível que o credor venha a renunciar à garantia, restabelecendo a propriedade plena do bem em favor do devedor. Já no caso de inadimplemento relativo, além da própria renúncia, pode existir também a purgação da mora, o que acabará, da mesma forma, pondo fim à condição resolutiva da propriedade, permitindo a sua retomada ampla pelo cedente fiduciante.

Se o inadimplemento – relativo ou absoluto – não garante a automática resolução da propriedade em benefício dos credores, ele, por outro lado, expande os poderes e direitos que estes últimos deterão sobre o bem fiduciariamente cedido, permitindo-lhes ativar os meios de excussão da garantia e, por consequência, de satisfação do crédito vencido e não pago⁴. É o inadimplemento, portanto, condição necessária para que se desencadeie o exercício operacional deste particular tipo de garantia⁵.

propriedade sobre certo objeto ao devedor.

³ Cf. Nota de Rodapé nº 66, do Subcapítulo 9.3.

⁴ É exatamente isso o que observa José Carlos Moreira Alves, ao tratar da propriedade fiduciária sobre coisa móvel corpórea e infungível: “Ademais, o próprio conteúdo da propriedade fiduciária, com o não pagamento do débito em seu vencimento, se altera. Até então, dispunha o credor, como proprietário fiduciário, de um direito real que lhe atribuía a posse indireta e as ações petitórias que tutelam a propriedade sobre as coisas móveis. A partir do inadimplemento da obrigação, ampliam-se as faculdades jurídicas do credor advenientes da propriedade fiduciária.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 210).

⁵ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 598-599.

Nesse contexto, é interessante traçar um paralelo entre a propriedade fiduciária sobre coisa móvel corpórea e infungível, de um lado, e a titularidade fiduciária sobre direitos do acionista aos dividendos, de outro, de maneira a se identificar o exato conteúdo jurídico que esta última assume diante do vencimento e subsequente não pagamento da dívida pelo devedor. Esse paralelo faz especial sentido quando inserido nas duas hipóteses mais evidentes de ampliação dos direitos e poderes relativos à titularidade fiduciária sobre direitos econômicos, a saber: (i) o poder de autoliquidação da dívida, em caso de vencimento regular ou inadimplemento, mediante cobrança e recebimento dos créditos fiduciariamente cedidos; e (ii) a venda dos direitos econômicos fiduciariamente cedidos, com a respectiva aplicação dos valores arrecadados no pagamento da dívida, mediante operações de antecipação de recebíveis.

10.2.1. Procedimento de Autoliquidação da Dívida Inadimplida: a não violação à proibição do pacto comissório

No caso de a propriedade fiduciária recair sobre coisa móvel corpórea e infungível, José Carlos Moreira Alves indica que, em decorrência da inadimplência do devedor, a primeira ampliação dos direitos e poderes do credor possível de ser verificada estará diretamente relacionada à posse do objeto da garantia⁶. No momento em que o credor assim desejar, poderá requisitar ao devedor a posse plena do bem, sendo certo que o não cumprimento desta determinação colocará o devedor na condição de esbulhador, legitimando o credor a propor as ações cabíveis (em especial, a de busca e apreensão do bem). A assunção da posse do bem da garantia pelo credor, contudo, serve apenas para preparar a sua futura venda ou para permitir o seu uso pelo credor, mediante remuneração ao devedor, com o que deverá ser compensado com os valores inadimplidos da dívida. Não pode o credor fazer uso do bem como se titular pleno dele fosse, justamente porque sua titularidade encontra-se limitada pelos fins de garantia.

No campo da titularidade fiduciária sobre direitos do acionista aos dividendos, não há que se falar em posse (exceto por eventuais documentos comprobatórios), pois o objeto da garantia é constituído por direitos econômicos (incorpóreos). Neste caso, portanto, o ordenamento jurídico brasileiro é claro ao estabelecer o mecanismo de autoliquidação ou quitação direta da dívida. Conforme antecipado no Capítulo IX, não parece existir causa

⁶ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 210-211.

jurídica para que, diante (i) do recebimento de valores pecuniários resultantes dos direitos fiduciariamente cedidos e (ii) da não existência de vencimento regular ou inadimplemento da dívida garantida, o credor, após cobrar e receber os referidos valores, retenha-os consigo, a fim de aguardar o futuro vencimento e/ou o eventual inadimplemento da dívida, exceto se, no plano obrigacional, tiver convencionado com o devedor os termos específicos do depósito e da retenção dos valores, inclusive, conforme o caso, com a conjugação de garantias reais adicionais (p. ex.: penhor ou cessão fiduciária de conta bancária vinculada onde os recursos recebidos ficarão depositados).

No entanto, existindo vencimento regular da dívida na mesma data ou saldo devedor em aberto (isto é, inadimplido), o credor poderá, ao cobrar o crédito, empregá-lo no pagamento da dívida, até o montante efetivamente devido, restituído o que sobejar ao devedor ou retendo esse saldo adicional, nos termos que tiverem sido expressamente convencionados, até o momento em que a dívida esteja integralmente quitada.

É justamente isso o que preveem todos os dispositivos legais relativos às garantias reais cujos objetos sejam direitos econômicos que resultem, ou possam resultar, no pagamento de valores pecuniários, aí incluídos não apenas as titularidades fiduciárias típicas (art. 66-B, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.728/1965, art. 1.364 do CCBra, art. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997) e atípicas com resolução *ipso iure* (art. 1.359 do CCBra), como também o penhor de direitos de crédito (art. 1.455, *caput* e parágrafo único, do CCBra)⁷. No caso das titularidades fiduciárias atípicas, decorrentes de negócios fiduciários em sentido técnico, a devolução dos recursos já recebidos também se faz necessária diante da não existência do vencimento regular ou inadimplemento da dívida (se vínculo obrigacional específico não

⁷ De fato, a semelhança operacional entre o penhor e a cessão fiduciária – seja para fins de autoliquidação em caso de vencimento regular da dívida ou de excussão para pagamento de valores inadimplidos – é inegável, tendo sido reconhecida expressamente por Eduardo Secchi Munhoz: “Especificamente no que diz respeito aos direitos de crédito, cada vez mais utilizados como garantia nos negócios de empréstimo, em termos de eficiência na cobrança, a verdade é que a alienação fiduciária pouca diferença (ou nenhuma) traz em relação ao instituto do penhor, ao menos na hipótese da solvência do devedor. O penhor de direitos e títulos está disciplinado nos art. 1.451 a 1.460 do Código Civil e permite aos credores pignoratício cobrar os créditos emprenhados diretamente dos respectivos devedores, utilizando o produto obtido para pagamento de seu crédito e devolvendo ao devedor pignoratício o eventual saldo remanescente. Trata-se, portanto, de uma hipótese de autoliquidação ou de liquidação extrajudicial da dívida, idêntica à que ocorre no caso de cessão fiduciária de créditos. De fato, também na cessão fiduciária de crédito pode o credor receber diretamente dos devedores o pagamento dos créditos alienados fiduciariamente, devolvendo-se ao devedor da relação principal o eventual saldo remanescente (art. 66-B, § 4º, da Lei nº 4.728/1965, com redação determinada pela Lei nº 10.931/2005, c.c. arts. 28 a 20 da Lei nº 9.514/1997).” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária...*, Ob. Cit. p. 41). É a partir desta conclusão, inclusive, que este autor argumenta de forma favorável às decisões que vem sendo tomadas pelo TJSP, e agora ratificadas pelo STJ, em relação à não sujeição da titularidade fiduciária sobre direitos ao procedimento de recuperação judicial, mas apenas ao período de suspensão (*stay period*), conforme discutido ao longo do Subcapítulo 9.3 deste trabalho.

tiver sido firmado), embora, nesta hipótese, a restituição dos valores já recebidos em função dos créditos cedidos seja uma obrigação do credor, e não uma condição decorrente da própria natureza jurídica da titularidade fiduciária.

Dessa forma, seja para pagar a dívida regularmente vencida na mesma data ou para fazer frente a inadimplementos existentes, a titularidade fiduciária garante ao seu titular a possibilidade de cobrar os créditos cedidos, descontar os valores de cobrança aplicáveis, quitar o exato montante devido da dívida e restituir ao devedor a eventual quantia remanescente. Este arranjo funcional decorre dos próprios poderes inerentes à titularidade fiduciária, sendo desnecessária qualquer convenção entre as partes a seu respeito. É diferente, portanto, da situação verificada no caso da não existência de qualquer dívida regularmente vencida ou inadimplida, hipóteses em que os valores dos créditos cedidos já recebidos pelo credor deverão ser repassados ao devedor (liberando-os, por consequência, da garantia), caso não tenha sido negociado qualquer mecanismo de retenção de valores pelo credor.

Pois bem, aplicando essa mesma estrutura funcional para uma titularidade fiduciária relativa a Direitos Expectativos aos Dividendos⁸, ter-se-ia dois diferentes cenários, a depender, justamente, da existência ou não de pagamentos de dividendos efetuados pela companhia ao longo da vigência da garantia.

Dividendos Pagos ao Credor em Situação de Pendente Condición. Na hipótese de a companhia já ter distribuído dividendos após a constituição da titularidade fiduciária, tais recursos deveriam ter sido revertidos, em princípio, em favor do devedor (acionista), caso a dívida garantida não estivesse vencida ou inadimplida, total ou parcialmente, nas datas em que as referidas distribuições de dividendos tenham sido realizadas. Em relação à parcela de recursos liberadas em favor do devedor, não há mais, juridicamente, a existência de qualquer gravame de natureza real, sendo legítimo a ele empregar os referidos recursos da forma como bem desejar. No entanto, caso tenha existido algum tipo de acordo em relação à retenção desses valores em conta vinculada à garantia (mecanismos de trava bancária), de forma que

⁸ Aqui, optou-se por utilizar como exemplo a titularidade fiduciária sobre Direitos Expectativos aos Dividendos, uma vez que são estes últimos aqueles que dão maior segurança jurídica à estrutura da garantia e aos interesses dos credores, especialmente diante do cenário de falência e recuperação judicial do devedor, conforme já amplamente discutido nas Partes I e II deste trabalho, em especial nos subcapítulos 3.2, 3.4 e 7.2. No entanto, para fins de excussão da garantia, todas as conclusões aqui apresentadas são também aplicáveis aos Direitos de Crédito de Dividendos, presentes ou futuros. No caso destes últimos, apesar de constituírem garantia real apenas quando vierem a surgir enquanto tais, fato é que, ao surgirem, terão a aptidão de atribuir plena eficácia ao contrato de disposição relativo à titularidade fiduciária, permitindo ao credor, portanto, proceder a excussão desses direitos, nos termos aqui descritos.

tais recursos não tenham sido repassados, integral ou parcialmente, ao devedor, caberá então ao credor, diante de uma situação de *defecta condicione* ou de vencimento regular da dívida, retirar desse montante retido a quantia que lhe é efetivamente devida, devolvendo ao credor os eventuais excedentes (se a dívida tiver sido inteiramente quitada) ou mantendo-os depositados na conta vinculada (se ainda existirem parcelas da dívida por vencerem).

Essa mesma solução, extraída das normas aplicáveis à titularidade fiduciária típica, parece ser também pertinente à titularidade fiduciária em sentido técnico, como bem explica Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: *“Na eventualidade de o crédito já se ter vencido e de o cessionário ter cobrado esse montante, o procedimento será simples, podendo o fiduciário retirar daí a quantia em dívida (mais os eventuais juros de mora, que neste caso, a existirem, serão muito reduzidos) e restituir o eventual remanescente à outra parte. (...) Se o cessionário já tiver cobrado o crédito cedido aquando do vencimento e subsequente incumprimento pelo cedente/devedor da obrigação garantida, como acima observámos, o credor/cessionário terá de retirar dessa quantia o montante que seja preciso para a extinção da obrigação (obrigações) não cumprida, devendo em seguida de imediato restituir ao cedente o que (eventualmente) sobeje depois de realizada a operação.”*⁹ Para o jurista português, contudo, o crédito recebido pelo credor antes do vencimento e subsequente inadimplemento da dívida pode ser retido em uma conta bancária específica, independentemente do que tiver sido convencionado com o devedor, para que o credor possa, no futuro, diante da ocorrência desses eventos, realizar o processo de autoliquidação da dívida¹⁰. Essa retenção seria, na verdade, parte do dever do credor de manter o bem da garantia em um efetivo patrimônio de afetação, não misturado aos bens e direitos sobre os quais ele detenha titularidade plena (e que, por isso, compõem o seu patrimônio geral). A regra seria, por consequência, a retenção dos recursos, se as partes nada convencionassem a respeito, sendo a sua liberação em favor do devedor o resultado que dependeria de um ajuste convencional entre elas (exceto, é claro, pelo valor que excedesse o próprio montante da dívida, o qual deveria ser, de imediato, restituído ao devedor, sendo liberado da garantia¹¹).

⁹ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 599; 603-304.

¹⁰ *“O fiduciário que tiver cobrado o crédito, antes do vencimento da obrigação garantida, deverá separar a quantia assim cobrada do restante dinheiro que lhe pertença. Para o efeito, como temos vindo a sublinhar, o meio mais simples e eficaz de separação será a abertura de uma conta bancária onde se deposite o referido dinheiro. A satisfação do credor poderá depois processar-se através da mobilização do montante em dívida dessa conta.”* (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. Nota nº 1169. p. 603).

¹¹ *“Como vimos, se o cessionário já tiver cobrado o crédito objecto da garantia, esta passa agora a incidir sobre a quantia dessa forma obtida (e que o fiduciário deve separar do seu restante património), e donde*

Esse entendimento, no entanto, não parece ser o que deve prevalecer. E três são as razões para tanto. Primeira: o CCBra e as leis civis especiais destacam que o processo de autoliquidação é aplicável apenas quando a dívida está regularmente vencida ou é inadimplida (art. 66-B, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.728/1965; art. 19, § 1º, da Lei nº 9.514/1997; e parágrafo único do art. 1.455 do CCBra), autorizando a eventual retenção prévia de recursos, ao que nos parece, apenas quando existir ordem judicial ou convenção com o credor (art. 1.455, *caput*, do CCBra). Por essa razão, na fase de *pendente condicione*, o credor precisa liberar os recursos recebidos a partir dos direitos dados em garantia em favor do devedor/cedente fiduciante, exceto se com ele houver convenção dispondo de maneira diversa. Segunda: a prática de mercado observada em financiamentos no Brasil – que, se por um lado, não é determinante para a fundamentação dos institutos jurídicos, não pode, por outro, ser ignorada – caminha no sentido de dar liberação aos créditos fiduciariamente cedidos que forem sendo pagos em situação de *pendente condicione*, convencionando em contrato eventuais mecanismos de administração de contas bancárias que legitimem a retenção, total ou parcial, desses recursos pelo credor (sendo esse mecanismo, normalmente, conjugado com uma garantia real sobre as referidas contas bancárias). E terceira: sob a perspectiva econômica, não há qualquer sentido em se manter os recursos do devedor parados em uma conta bancária, aguardando o vencimento da dívida ocorrer. Se o devedor buscou um financiamento, é porque este é necessário aos seus negócios, ou simplesmente faz sentido dentro de sua política de gestão financeira. Qual utilidade teria para o devedor tomar um empréstimo para, em seguida, ver parte de suas receitas retidas, no mesmo montante, para fins de pagamento futuro deste mesmo empréstimo? Melhor seria já aplicar o montante recebido na quitação da dívida, evitando, inclusive, os encargos financeiros devidos. A liquidação antecipada da dívida, porém, apenas pode ser realizada se expressamente convencionada ou posteriormente autorizada pelo devedor, sendo mais uma razão pela qual a retenção dos direitos dados em garantia, quando pagos antes do vencimento da dívida, ocorra apenas se houver acordo específico com o devedor. É certo, contudo, que havendo a necessidade de liberação dos recursos em favor do devedor, em razão do seu

deverá retirar o necessário, conforme foi observado, para a satisfação do seu crédito em caso de incumprimento da outra parte. Foi também observado que, sempre que o montante cobrado pelo fiduciário antes do vencimento da obrigação garantida for superior ao montante em dívida (capital e juros, em regra), o cessionário deverá de imediato entregar à outra parte o remanescente, o que significa que no caso de incumprimento do fiduciante, o fiduciário se poderá satisfazer nos termos apontados por essa quantia, não havendo então qualquer remanescente a ser, nesse momento, entregue.” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. Nota nº 1222. p. 633).

pagamento ter ocorrido antes do vencimento da dívida, o credor precisará substituir ou reforçar a garantia.

Dessa forma, se no momento da cobrança do crédito fiduciariamente cedido nada for devido – isto é, a dívida não estiver regularmente vencida e nem inadimplida –, não haverá causa jurídica para que se retenha qualquer valor, que deve ser imediatamente remetido ao devedor. Não se pode esquecer que a titularidade fiduciária do credor – ao menos a resolúvel *ipso iure* – é necessariamente limitada aos fins de garantia, razão pela qual a aptidão para reter os valores recebidos apenas passará a existir quando houver a ampliação dos poderes inerentes à tal titularidade, o que, como se viu, ocorre exclusivamente no vencimento regular da dívida (hipótese em que o credor poderá reter, dos recursos recebidos, apenas o necessário para pagar o valor já vencido) ou no seu inadimplemento, absoluto ou relativo (hipótese em que o credor poderá reter todos os recursos necessários a fazer frente aos valores vencidos e não pagos).

Esse mesmo resultado é também aplicável aos casos de titularidade fiduciária em sentido técnico, isto é, aquelas que não são resolúveis *ipso iure*, mas apenas por mero vínculo obrigacional de restituição. Apesar dessa diferença substancial, que poderia, em tese, justificar a solução proposta por Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos¹², os direitos de crédito fiduciariamente cedidos, mas ainda não cobrados, bem como os valores já recebidos a partir desses direitos, deverão ser restituídos ao devedor, sob pena de configurarem: (i) descumprimento contratual, na hipótese da não entrega dos valores já recebidos pelo credor ao devedor, na fase de *pendente condicione*; ou (ii) enriquecimento sem causa do credor, na hipótese da não restituição de direitos cedidos ou valores já recebidos, na fase de *defecta condicione*.

Por essas razões, o credor precisa tomar alguns cuidados ao escolher os créditos que receberá em garantia, de forma a não ficar desprotegido dos efeitos reais que ela lhe proporciona. Ele precisa ter certeza que: (i) os créditos cedidos vencerão concomitante ou posteriormente à dívida garantida, quando o mecanismo de autoliquidação poderá ser inteiramente aplicável; ou (ii) os valores eventualmente recebidos antes do vencimento da

¹² Aliás, é importante ressaltar que Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, ao apresentar a forma como os recursos pagos antes do vencimento da dívida principal devem ser administrados, está a cogitar, exclusivamente, da titularidade fiduciária em sentido técnico, visto ser esta a única admitida no ordenamento jurídico português. No caso do Direito brasileiro, que dispõe, além da titularidade fiduciária em sentido técnico, das titularidades fiduciárias resolúveis *ipso iure*, seja tal resolução determina por lei ou vontade das partes, existe uma lógica finalística própria, expressamente prevista nas leis civis especiais e no CCBra, que não pode deixar de ser considerada para que se formule a melhor interpretação do instituto.

dívida garantida serão, total ou parcialmente, depositados em conta vinculada, sobre a qual existirá uma garantia real adicional, sendo eles liberados apenas mediante a outorga de novos direitos de crédito em garantia que sejam aceitáveis ao credor.

No caso da titularidade fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos, essa situação seria um problema de menor gravidade. Isso porque, independentemente dos dividendos já distribuídos pela companhia no cenário de *pendente condicione*, continuaria a existir para o credor o direito a receber, diretamente, todos os dividendos futuros que a companhia viesse a distribuir entre o momento em que fosse verificada a *defecta condicione* e o instante em que o montante necessário e suficiente para cobrir todo o valor devido no âmbito do Negócio Financeiro Garantido, incluindo encargos e despesas de cobrança, fosse atingido. Para tanto, bastaria que a determinação (especificação) do Direito Expectativo aos Dividendos no contrato de cessão fiduciária fosse atrelada ao valor da dívida garantida em si, e não a um período de tempo pré-fixado (hipótese em que apenas os dividendos distribuídos ao longo do referido período estariam contemplados pela garantia). Dessa forma, desde que o credor tenha confiança na capacidade da companhia para continuar a distribuir dividendos durante um longo período, e em montante condizente com o valor da dívida, a liberação dos dividendos já recebidos, sem qualquer mecanismo de retenção, revela-se uma preocupação menor.

A mesma situação já não se verificaria nas hipóteses de titularidade fiduciária sobre Direitos de Crédito de Dividendos presentes, pois estes, assim como a maioria dos direitos creditórios normalmente utilizados para fins de garantia, têm valor e prazo de vencimento próprios, o que volta a ensejar o problema relativo ao seu eventual recebimento, pelo credor, antes do vencimento da dívida garantida em si.

Situação interessante coloca-se também no caso do dividendo que seja pago *in natura*, ou seja, em qualquer outro bem ou direito que não dinheiro. Nessa situação, como o direito cedido resultou em outro tipo de bem, faz-se pertinente aplicar – a todas as formas de titularidade fiduciária admitidas no Direito brasileiro – o disposto na parte final do *caput* do art. 1.455 do CCBra, o qual dispõe expressamente que se a cobrança do direito de crédito cedido “*consistir na entrega da coisa, nesta se sub-rogará o penhor.*”. Em outras palavras, passará o credor, neste caso, a deter titularidade fiduciária sobre a coisa paga a título de dividendo, por expressa sub-rogação legal, devendo atribuir a posse desta ao devedor, uma vez que, em matéria de propriedade fiduciária sobre coisa corpórea, a estrutura da garantia impõe que a posse direta do bem permaneça, em princípio, com o devedor, pelo menos

durante a situação de *pendente condicione*. Dessa forma, diante da necessidade do caso concreto, provocada pela verificação do inadimplemento da dívida (*defecta condicione*), poderia o credor posteriormente proceder a retomada da posse do referido bem junto ao devedor, para, em seguida, preparar a sua alienação a terceiros, empregando os valores recebidos no pagamento da dívida, conforme será analisado no Subcapítulo 10.2.2 abaixo.

Dividendos Pagos na Fase de Defecta Condicione. No caso de existir uma situação de *defecta condicione*, em que os dividendos cedidos ainda não tenham sido pagos pela companhia, surge uma questão de fundamental importância: pode o credor/cessionário fiduciário aguardar o pagamento dos dividendos expectados para, no momento de seu recebimento, colocar em prática o mecanismo de excussão (autoliquidação) da dívida, ou precisa ele necessariamente vender esses direitos, no momento presente, para, em seguida, levantar os recursos cabíveis, quitando a dívida e restituído eventuais excedentes ao devedor (a exemplo do que ocorreria na hipótese de o objeto da garantia ser um equipamento, automóvel, imóvel ou qualquer outro bem cujo valor objetivo dependa da venda a um terceiro)?

A resposta a esta questão exige, necessariamente, uma reflexão sobre a proibição do pacto comissório e a sua aplicabilidade ou não no caso das garantias reais que tenham por objeto direitos econômicos conversíveis em valores pecuniários. Além disso, impõe a necessidade de se analisar outros institutos jurídicos similares (p. ex: a penhora de dividendos), para entender em que medida eles podem proporcionar esclarecimentos adicionais à matéria.

Antes de avançarmos na análise desses pontos, é importante colocar, desde já, que entendemos ser perfeitamente possível – em linha com o que já vínhamos defendendo anteriormente, embora de forma não tão explícita e direta – que, diante do inadimplemento da dívida, o credor pode manter para si a propriedade fiduciária sobre os direitos econômicos cedidos (ou seja, os direitos aos dividendos, em qualquer perfil em que possam ser cedidos), aguardando até o momento de seu pagamento, para, a partir de então, (i) descontar do montante efetivamente recebido os valores correspondentes à dívida inadimplida e (ii) entregar, ao final, as eventuais sobras ao devedor. Isso, contudo, não impede que o credor opte por realizar a venda, no momento presente, dos direitos aos dividendos que sirvam de objeto à garantia, hipótese em que o futuro adquirente destes direitos deverá fazer uma avaliação do potencial financeiro do fluxo futuro esperado em termos de receitas de dividendos, pagando ao credor, antecipadamente, o valor “descontado” dos direitos, em uma

típica operação de antecipação de recebíveis. Não são poucas as razões que nos permitem concluir dessa forma.

Primeiramente, é preciso observar que o procedimento de espera pelo pagamento dos direitos econômicos cedidos para fins de quitação da dívida inadimplida é uma prática de satisfação dos interesses do credor expressamente prevista no Direito brasileiro. E mais importante: ela revela-se aplicável justamente quando o bem patrimonial a ser empregado no pagamento da dívida são os direitos aos dividendos. O art. 1.026 do CCBra estabelece, em relação às sociedades de pessoas, um mecanismo de penhora sobre os direitos aos dividendos do sócio devedor. De acordo com o ali disposto, o credor não pode penhorar as quotas que o sócio devedor detém na sociedade, mas pode “*fazer recair a execução sobre o que a este couber nos lucros da sociedade, ou na parte que lhe tocar em liquidação*”. Ao estabelecer a penhora sobre os direitos aos dividendos a serem distribuídos, estará o credor do sócio da sociedade simples em situação idêntica à que defendemos aqui para o cessionário fiduciário dos direitos aos dividendos: ambos ficarão em espera pelos pagamentos dos dividendos a serem oportuna e futuramente realizados, para que, na medida em que sejam pagos, haja a progressiva liquidação da dívida inadimplida. É esse o mecanismo que o CCBra entende ser o mais adequado para viabilizar a satisfação dos interesses do credor garantido com direitos econômicos cujos pagamentos serão recebidos em valores pecuniários.

Outro ponto que justifica a posição de que o credor pode aguardar até o pagamento dos direitos econômicos fiduciariamente cedidos, sem precisar vendê-los antecipadamente, decorre da própria natureza da titularidade fiduciária. Esta, conforme destacado em diversas oportunidades, não garante ao seu titular (o credor/cessionário fiduciário) os direitos e poderes plenos sobre o respectivo objeto. O credor não pode ficar com a posse direta do bem corpóreo, assim como não pode ficar com as receitas pecuniárias resultantes dos direitos que lhe foram cedidos, se há uma situação de *pendente condicione*. Em razão desta estrutura, os direitos econômicos fiduciariamente cedidos permanecem, mesmo após a verificação do inadimplemento, em caráter limitado – aos fins da garantia – no patrimônio do credor, limitação esta que é reforçada ora pela condição resolutória *ipso iure* (no caso das titularidades fiduciárias típicas ou daquela constituída com base no art. 1.359 do CCBra), ora pela obrigação de restituição do direito ao devedor (no caso da titularidade fiduciária em sentido técnico). Por isso se afirmar que tais direitos constituem um patrimônio de afetação,

não se misturando com o patrimônio geral e pleno do credor¹³. No momento em que se dá o inadimplemento, contudo, e os direitos econômicos cedidos vão sendo pagos, o credor poderá sacar o montante que lhe é cabível, alocando tais recursos, em caráter absoluto e pleno, em seu patrimônio geral. Deixa de haver titularidade fiduciária sobre direitos, para passar a existir titularidade plena sobre os recursos a partir deles recebidos. Esses recursos, que em uma situação financeira de regularidade em relação à dívida caberiam ao devedor, passam a ter causa para que sejam definitivamente detidos, em sua plenitude, pelo credor¹⁴.

O terceiro e último aspecto a justificar o procedimento proposto é a não verificação de qualquer violação à proibição do pacto comissório.

O pacto comissório é a cláusula por meio da qual se admite que o credor se torne titular pleno do bem ou do direito dado em garantia – seja (i) pelo valor do débito, (ii) pelo preço ajustado entre credor e devedor para o bem objeto da garantia ou (iii) pelo valor que o credor exclusivamente atribuir a tal bem – uma vez verificado o inadimplemento absoluto ou relativo da dívida¹⁵. Essa cláusula é considerada nula no Direito brasileiro, conforme expressamente previsto no *caput* do art. 1.428 do CCBra (que apesar de se referir exclusivamente ao penhor, à hipoteca e à anticrese, é também aplicável às demais garantias reais admitidas em nosso sistema jurídico, em especial às propriedades fiduciárias típicas ou atípicas¹⁶).

Dois fundamentos principais são tradicionalmente apontados como justificativa da nulidade do pacto comissório. O primeiro está relacionado à necessidade de se promover a tutela do devedor. Na medida em que o bem atribuído em garantia pode ter (e normalmente tem) um valor superior ao da dívida, permitir que o credor se torne seu titular pleno faria com que ele se apropriasse, ilegitimamente, do valor excedente ao montante efetivamente devido¹⁷. Por essa razão, a lei garante apenas a prerrogativa do credor de realizar a venda do

¹³ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 603.

¹⁴ É exatamente esse o procedimento descrito por Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos para o caso da titularidade fiduciária em sentido técnico: “*A extinção da dívida do cedente perante o cessionário processa-se assim de uma forma atípica em resultado da actuação do credor. Com efeito, este recorre a um direito que faz parte do seu património [de afetação] – e não daquele do devedor ou de terceiro –, para, nos termos referidos, levar à extinção da dívida do devedor perante si, nos termos fixados no contrato entre as partes.*” (Acréscimo nosso) (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 602-603).

¹⁵ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 146-147. Nesse mesmo sentido, conferir ainda BEVILÁQUA, Clóvis. *Direito das Coisas*. Vol. II. São Paulo: Freitas Bastos, 1942. pp. 42 e ss.

¹⁶ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 146.

¹⁷ Para Adriano Vaz Serra, a razão de ser da proibição do pacto comissório “*está em que tal pacto pode representar um benefício injustificado para o credor (que adquire uma coisa acaso muito mais valiosa do que o crédito), sobretudo quando obtido do devedor que, levado pela necessidade, facilmente consentiria nele*” (SERRA, Adriano. *Penhor*. BMJ. nº 58. p. 217, apud: PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A*

bem a um terceiro, para que, a partir dos recursos levantados, a dívida possa ser paga e as eventuais sobras (excedentes financeiros) revertidas em benefício do devedor¹⁸. O segundo fundamento da proibição está, obviamente, na tutela do interesse dos demais credores do devedor. Ao se admitir que o credor garantido com a titularidade fiduciária possa se tornar titular pleno do bem a ele outorgado, tomando para si todo o valor intrínseco deste bem, independentemente do montante total da dívida, o devedor ficaria em uma situação financeira bastante ruim, prejudicando, portanto, não apenas a si próprio, como também aqueles – credores quirografários – que precisam satisfazer seus respectivos créditos com base no patrimônio geral do devedor.

Dessa forma, ainda que a proibição do pacto comissório seja potencialmente aplicável à titularidade fiduciária de direitos econômicos – em razão dos dois objetivos que lhe dão fundamento –, a análise da sua pertinência ou não no caso concreto requer a verificação clara e objetiva do seguinte aspecto: existe prejuízo aos devedores (e aos seus respectivos credores quirografários) quando, em substituição à venda do bem, o credor garantido opta por aguardar o pagamento dos créditos cedidos, para, apenas então, efetuar a quitação da dívida inadimplida?¹⁹

Pela estrutura de funcionamento da titularidade fiduciária que estamos apresentando até aqui não parece ser este o caso. Em verdade, ao dizer que o credor está aguardando o pagamento dos créditos devidos em razão dos direitos que lhe foram cedidos, não se está dizendo que ele se tornou titular pleno de tais direitos, de forma que todo o montante pecuniário que ele venha a receber a partir deles seja considerado sua exclusiva e

Cessão de Créditos..., Ob. Cit. pp. 625). Em sentido idêntico, coloca-se Mauro Bardawil Penteado, usando como base a doutrina de Clóvis Beviláqua: “*Como na prática o credor exige como garantia um bem de valor substancialmente superior ao da dívida garantida, alega a maioria dos autores que, se fosse permitida a cláusula comissória, o devedor seria expropriado, de forma não comutativa, de um bem cujo valor seria superior ao da dívida não paga*” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 196).

¹⁸ Como bem esclarece Mauro Bardawil Penteado: “*Muito em razão da vedação expressa do pacto comissório na Alemanha é que os autores germânicos, seguidos depois pelos italianos, constituíram a teoria de que o titular do direito real da garantia possui uma pretensão à realização do valor da coisa (Verwertungsrecht) e não ao bem dado em garantia propriamente dito.*” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 197).

¹⁹ É justamente esta a orientação sugerida por Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: “*Do exposto resulta que não há qualquer razão relativa ao âmbito de aplicação da proibição do pacto comissório que impeça a sua aplicação analógica à cessão fiduciária de créditos pecuniários em garantia. Contudo, tal só procederá se o resultado a que se chega mediante a utilização desta figura for idêntico àquele que esta proibição pretende afastar: que o cessionário fique (definitivamente) com o crédito transferido (a não ser que este seja avaliado por um terceiro independente do fiduciário), no caso de incumprimento pelo cedente, sendo o valor econômico dos créditos cedidos em garantia, por necessidades de segurança do credor, superior ao da obrigação garantida. Sofreria assim o devedor inadimplente o dano que se pretende evitar.*” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 631).

plena propriedade. Os direitos econômicos ainda não pagos continuam a integrar o patrimônio do credor na condição limitada com que lhe foram originalmente transferidos, sendo certo que o mero inadimplemento da dívida garantida não é razão suficiente para alterar essa natureza, conforme já destacamos no início do Subcapítulo 10.2. Por essa razão, na medida em que tais direitos forem sendo pagos, apenas os valores correspondentes à dívida inadimplida poderão ser apropriados pelo credor, passando, aí sim, a integrar o seu patrimônio geral, de maneira plena e irrestrita. Até lá, não há que se falar em alteração do *status* meramente limitado e finalístico da titularidade fiduciária²⁰. Por essa razão, os valores que excederem o montante efetivamente devido serão entregues ao devedor, de forma objetiva e plena, garantindo que não haja a expropriação de recursos adicionais pelo credor e, tão pouco, prejuízos aos credores quirografários do devedor. Essa devolução do excedente, como vimos, decorre de expressa determinação legal, que acaba por moldar o conteúdo da titularidade fiduciária típica, ou do vínculo obrigacional firmado entre as partes, que impõe ao credor o dever de devolução do montante excedente ao devedor, no caso da titularidade fiduciária em sentido técnico.

Por essa razão, a espera pelo pagamento dos direitos econômicos cedidos como forma de excutir a garantia – seguido da restituição dos valores excedentes ao devedor – assemelha-se muito à lógica do pacto marciano²¹, que, diferentemente do pacto comissório, é permitido não apenas no Direito brasileiro, como também no estrangeiro²².

O pacto marciano garante ao credor a possibilidade de se tornar titular pleno do bem dado em garantia, desde que tal resultado seja atingido através do reconhecimento e da atribuição do valor justo do bem, a ser determinado por terceiro independente²³. Nesse caso,

²⁰ É exatamente isso o que defende Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: “*Efectivamente, o fiduciário não poderá considerar que desapareceram os limites de natureza fiduciária que marcavam a titularidade desse crédito, que se passaria a firmar no seu património, sem mais, numa posição idêntica à dos seus restantes direitos, o que levaria à extinção da obrigação da outra parte. Por outras palavras: o credor/cessionário não pode simplesmente ficar com o crédito, como forma de extinguir a obrigação do cedente.*” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 632).

²¹ Cf. PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 633-634.

²² Nesse sentido, conferir: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 147-148; (ii) PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. pp. 199-200; (iii) PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 633-634; (iv) BUSSANI, Mauro. *Il Sistema Italiano Delle Garanzie Reali*. Vol. I. Contratto e Imprensa, 1997. p. 188; e (v) BEVILÁQUA, Clóvis. *Direito das...*, Ob. Cit. p. 42.

²³ Conforme definido por José Carlos Moreira Alves, o pacto marciano fundamenta-se no fato de que “*não solvida a dívida em seu vencimento, pode o credor tornar-se proprietário pleno dela, pagando ao alienante o seu justo valor, que, ou já foi estimado por terceiro antes de vencido o débito, ou o será posteriormente ao não pagamento.*” Em sentido próximo, apresenta Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos que “*o pacto marciano consistirá numa convenção pela qual, em caso de incumprimento por parte do devedor, se transmite a propriedade da coisa objecto da garantia ao credor, que é obrigado a entregar ao devedor a diferença entre*

se a partir dessa avaliação ficar evidente que o bem apresenta um valor de mercado maior do que aquele efetivamente devido ao credor, este apenas pode ficar com o bem, na condição de sua propriedade plena, se, em contrapartida, pagar ao devedor o valor excedente.

A titularidade fiduciária de direitos econômicos na qual o credor opta por esperar o vencimento do crédito apresenta resultado similar ao pacto marciano porque permite ao credor se tornar titular pleno apenas daquilo que efetivamente corresponda à sua dívida; nada mais, nada menos. Além disso, o próprio pagamento em dinheiro do crédito torna a discussão em torno de seu valor absolutamente inócua, já que o crédito é em si o valor arrecadado com a respectiva cobrança, sendo muito claro o montante que caberá a cada uma das partes. Essa lógica é ainda reforçada pela própria estrutura de autoliquidação da dívida, conforme prevista em lei, a qual garante ao credor a possibilidade (i) de cobrança dos direitos cedidos e (ii) de aproveitamento de parte do montante cobrado e arrecadado na quitação exata do saldo em aberto da dívida.

Não por outro motivo, o próprio José Carlos Moreira Alves ter sugerido esta mesma solução para os casos de excussão da propriedade fiduciária sobre as ações. Segundo este autor, o credor adquirente fiduciário das ações, diante do inadimplemento da dívida pelo devedor, poderia, enquanto aguarda a purgação da mora voluntária pelo devedor ou mesmo o processo de venda judicial ou extrajudicial das ações, receber os dividendos pagos para si, os quais seriam imediatamente compensados com os valores em aberto da dívida garantida, sendo entregues os valores excedentes, em momento posterior, ao credor. As palavras do professor paulista são reveladoras: *“Assim, no que diz respeito a dividendos, é preciso distinguir o período em que a dívida pende vencimento e o em que, não pago o débito, depois de vencido, se aguarda a venda judicial ou extrajudicial das ações para a satisfação do crédito. No primeiro período, os dividendos, como os frutos em geral, pertencem ao devedor (ou ao terceiro garante) (...); no segundo, devem ser recebidos pelo credor que, entretanto, não pode apropriar-se deles, por não ter as faculdades de uso e gozo da coisa mater, o que implica dizer que está ele obrigado a descontar do débito o valor dos dividendos recebidos (e isso é importante, tendo em vista que o devedor tem direito a haver o saldo, se houver, resultante da venda das ações alienadas fiduciariamente, se o valor da venda delas mais o dos dividendos recebidos pelo credor for maior do que o do débito com seus acessórios).”*

a dívida e o valor deste, valor esse fixado depois do inadimplemento por um terceiro independente (o que será dispensável se o bem tiver um valor de mercado).” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. A Cessão de Créditos..., Ob. Cit. p. 633).

(Destaque nosso).²⁴

Dessa forma, a única hipótese em que haveria efetivo prejuízo aos devedores diante de excussão de uma titularidade fiduciária sobre direitos do acionista aos dividendos, na qual o credor optou por aguardar os pagamentos respectivos, seria se o credor, ao se tornar titular pleno de tais direitos, pudesse receber mais do que a sua dívida efetivamente vale²⁵. Isso, contudo, não ocorre. Não apenas porque o credor está obrigado a devolver os eventuais excedentes que vier a receber caso aguarde os pagamentos dos direitos cedidos, conforme antes destacado, como também porque o próprio direito do acionista aos dividendos (em quaisquer de seus perfis passíveis de cessão) precisa apresentar um valor intrínseco correspondente ao montante da dívida garantida. Nessa linha, que se afirmasse que o credor se tornou titular pleno, p. ex., do Direito Expectativo aos Dividendos, tal titularidade já seria em si limitada, pois o direito que lhe serve de objeto precisa estar perfeitamente determinado por algum critério de valor ou de tempo. Caso contrário, sequer poderia servir, de forma autônoma e desvinculada da ação, como objeto de negócios jurídicos de disposição, conforme já amplamente discutido neste trabalho²⁶.

10.2.2. Venda dos Direitos Econômicos Cedidos: a antecipação de recebíveis

Se a espera pelo pagamento dos direitos fiduciariamente cedidos é possível como forma de excussão da garantia, é certo também que o credor pode optar por realizar a efetiva antecipação dos direitos que lhe servem de objeto mediante a sua venda a terceiros. O preço a ser pago por estes terceiros tomará como base uma taxa financeira de retorno, bem como os potenciais riscos de inadimplência relativos aos direitos cedidos, tal qual é feito em qualquer operação de desconto de títulos ou antecipação de recebíveis. Não há dúvidas que a venda do direito fiduciariamente cedido é uma forma adicional de se proceder à excussão da garantia, que apresenta, assim como o procedimento de autoliquidação da dívida (o qual

²⁴ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 133.

²⁵ “(...) o credor/cessionário não poderá limitar-se a ficar com o crédito que o cedente fiduciariamente lhe transmitiu, o que redundaria numa violação do pacto comissório; deverá, pois, em princípio, vender o crédito para depois se satisfazer com a quantia dessa forma obtida e restituir ao cedente/fiduciante/devedor o (eventual) remanescente.” (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. pp. 601-602). Este autor fala “em princípio” porque, para ele, assim como para nós, é possível atingir o resultado através da espera pelo pagamento dos direitos cedidos, e não da sua necessária venda a terceiros. Sobre o funcionamento da venda de créditos para fins de excussão da garantia, ver o Subcapítulo 10.2.2 a seguir.

²⁶ Sobre esta discussão, vide Subcapítulo 3.4.

permite ao credor aguardar o efetivo pagamento do crédito cedido para efetuar o pagamento da dívida vencida e não paga, cf. Subcapítulo 10.2.1 acima), a vantagem de não caracterizar qualquer violação à proibição do pacto comissório.

A aptidão de conduzir a venda dos direitos outorgados em garantia para fins de pagamento da dívida é, portando, um dos efeitos relativos à ampliação dos limites da titularidade fiduciária, fenômeno este que é desencadeado a partir da verificação da situação de *defecta condicione* (ou seja, de vencimento e não pagamento da dívida)²⁷. Porém, ao mesmo tempo em que se qualifica como um direito adicional do credor, traz consigo um ônus, que é o de promover, justamente, o procedimento de venda judicial ou extrajudicial do bem para viabilizar o exercício do direito de pagar-se²⁸.

Evidentemente, a opção pela venda dos direitos econômicos fiduciariamente cedidos somente faz sentido em relação aos direitos que não tenham resultado em pagamentos ao credor durante a fase de *pendente condicione*. Afinal, os recursos eventualmente já pagos, e que tenham permanecido retidos pelo credor em razão de algum compromisso de trava bancária, deverão ser simplesmente sacados e utilizados para o pagamento da dívida, dentro da estrutura de autoliquidação prevista em lei ou fixada pela vontade das partes.

Mas apesar de ser uma opção em benefício dos credores, a escolha por uma ou outra via de procedimento de excussão de garantias – ou seja, pela venda a terceiros ou pela espera do pagamento dos direitos fiduciariamente cedidos – requer uma ampla avaliação das vantagens econômica e dos efeitos jurídicos relativos a cada uma, de forma a se identificar aquela que se apresenta mais vantajosa ao credor, sem onerar demasiadamente o devedor. É nesse sentido que argumenta Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: “*Aqui haverá ainda que ponderar se os interesses do devedor não ficariam melhor protegidos na hipótese de o cessionário, em vez de, de imediato, vender o crédito, simplesmente esperar para o cobrar para, depois então, aplicar o montante dessa forma obtido à extinção da dívida, embora o devedor continuasse a responder pelos juros de mora nesse período. Na verdade, a venda de um crédito pode desvalorizá-lo, o que prejudicaria o fiduciante.*”²⁹

²⁷ “(...) com o inadimplemento da obrigação pelo devedor alarga-se o conteúdo da propriedade fiduciária, passando a integrá-lo a faculdade jurídica, que se outorga ao credor, de vender, judicial ou extrajudicialmente, o bem alienado fiduciariamente, para pagar-se.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 241).

²⁸ ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 241-242.

²⁹ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 601.

Nessa ponderação de interesses, o credor irá se deparar com o seguinte dilema jurídico-econômico (ou, para empregar o jargão de mercado, “*trade-off*”³⁰):

- (i) Se optar por antecipar os direitos econômicos cedidos, vendendo-os com desconto a um terceiro, poderá satisfazer mais rapidamente o seu crédito e evitar que o devedor incorra em encargos moratórios adicionais. Mas, por outro lado, poderá arrecadar um valor muito aquém daquilo que tais direitos realmente valem (mesmo se já considerarmos seus valores presentes líquidos), situação esta que poderá resultar: (a) na insuficiência de recursos para cobrir o montante inadimplido da dívida; (b) em prejuízos ao devedor, que receberá um excedente muito inferior (ou sequer chegará a recebê-lo) ao que potencialmente poderia; e (c) eventualmente, a depender das circunstâncias em que o processo de venda se efetivar, no dever do credor de indenizar o devedor pela frustração do direito expectativo legítimo deste último em receber um retorno maior pelo bem concedido em garantia³¹.
- (ii) Se optar por aguardar o vencimento lento e progressivo dos direitos econômicos cedidos, irá certamente demorar mais tempo para satisfazer o seu crédito e o devedor incorrerá em encargos moratórios adicionais. Mas, por outro lado, terá mais certeza quanto ao real valor a ser arrecadado ao final dos pagamentos, situação esta que poderá resultar: (a) em maior capacidade de geração de receitas para cobrir o montante inadimplido da dívida; (b) em maior potencialidade de excedentes ao devedor, o que tende a beneficiar seus demais credores no longo prazo; e (c) em menores riscos de o credor ser condenado a indenizar o devedor por qualquer eventual

³⁰ Segundo Joseph E. Stiglitz e Carl E. Walsh, um “trade-off” é expressão utilizada para indicar todas as escolhas que precisam ser feitas por agentes econômicos e que invariavelmente os colocam em uma situação em que “*ter mais de uma coisa implica ter menos de outra.*”, ou, conforme os referidos autores preferem resumir: “*nada é grátis. Ter mais de algo significa abrir mão de outra coisa. A escassez significa que os trade-offs são um fato básico da vida.*” (STIGLITZ, Joseph E. *Introdução à...*, Ob. Cit. p. 9).

³¹ Neste último ponto, corretas são as lições de José Carlos Moreira Alves: “*Tem o devedor (ou o terceiro garante) direito expectativo à eventual diferença entre o preço na venda da coisa objeto da propriedade fiduciária e o crédito a ser com ele satisfeito. Em face disso, e sendo a venda extrajudicial – o mesmo não sucede na alienação judicial, em virtude da avaliação feita em juízo e de venda em praça ou leilão público –, poderia o devedor (ou o terceiro garante) responsabilizar o credor que vender a coisa por preço inferior ao que ela vale? A nosso ver, impõe-se a resposta afirmativa, se se configurar a prática, pelo credor, de ato ilícito, nos termos do art. 159 do Código Civil [atuais arts. 186 e 927 do CCBra].*” (Acréscimo nosso) (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 251).

frustração do direito expectativo legítimo deste último em receber excedentes decorrentes da excussão do objeto da garantia.

Embora o credor seja livre para escolher a forma de excussão que melhor lhe aprouver, também não poderá deixar de observar os impactos que sua escolha provocará no devedor, visto que poderá ser chamado a responder por seus atos a depender das sujeições e prejuízos impostos a este último. Por essa razão, buscar disciplinar previamente no contrato a forma como a titularidade fiduciária sobre direitos poderá ser executada pelo credor permite um melhor alinhamento de interesses com o devedor, o que evitaria não apenas eventuais reclamações judiciais, como também favoreceria a concretização de um resultado que fosse necessariamente mais benéfico a ambos.

Optando-se pela venda dos direitos econômicos cedidos, o credor poderá realizá-la por meios judiciais ou extrajudiciais, embora seja inegável que, na prática, a alternativa extrajudicial seja a preferida em razão das facilidades operacionais que envolve e da maior liberdade que atribui ao credor para definir um comprador. Essa preferência, contudo, coloca o credor em uma situação mais vulnerável em relação ao preço final alcançado com a venda do bem, podendo ser chamado a responder perante o devedor pela obtenção de um valor muito aquém daquele que o bem efetivamente valia.

No caso de o bem ser o direito do acionista aos dividendos, cujo fluxo futuro é incerto e de difícil projeção – salvo, é claro, se o objeto da garantia for o Direito de Crédito de Dividendo presente, o qual, por natureza, tem valores e prazos de vencimento bem definidos – é natural que um potencial adquirente queira embutir no preço de compra uma alta taxa de desconto e um considerado custo de risco de crédito, nem tanto por não confiar na companhia pagadora, mas sim por ser cético quanto às políticas de distribuição de dividendos desta última. Por essa razão, qualquer tentativa de vendê-los será difícil e tendencialmente custosa, o que pode indicar, como melhor caminho, a opção pela preservação dos direitos aos dividendos fiduciariamente cedidos, até que os valores arrecadados satisfaçam os valores inadimplidos da dívida, sendo o saldo remanescente entregue ao devedor.

Com a venda dos direitos aos dividendos a terceiros, mediante o pagamento de um preço descontado presente, mas relativo a um fluxo projetado futuro de receitas que tais direitos podem potencialmente proporcionar, tem-se então que a titularidade referente aos direitos aos dividendos voltou a ser plena. Isso significa que o terceiro adquirente poderá

tomar para si todos e quaisquer recursos que venham a ser pagos no futuro em razão dos direitos aos dividendos por ele adquiridos, observados, é claro, os próprios limites de determinabilidade de tais direitos.

Dessa forma, se o objeto da garantia é composto por Direitos de Crédito de Dividendos presentes, o terceiro adquirente será titular exclusivo e pleno de tais direitos, nos exatos termos, prazos e valores por eles incorporados, não havendo qualquer obrigação ou imposição real de devolução de qualquer valor deles decorrente. O mesmo ocorrerá nas hipóteses de venda de Direitos de Créditos de Dividendos futuros – assumindo, é claro, que eles possam ser transmitidos ao cessionário no momento em que surgirem, cf. já discutido no Capítulo VII – ou de Direitos Expectativos aos Dividendos. A única diferença nesses dois últimos casos é que o terceiro adquirente ficará com a propriedade plena de tais direitos até que eles lhe proporcionem, independentemente de quanto tempo esse processo possa levar, um valor pecuniário específico. Esse valor é uma condição da determinabilidade do direito cedido, tendo servido como referência da própria elaboração dos cálculos que determinaram o preço de venda pago pelo terceiro adquirente, razão pela qual não deve mais ser confundido com o valor da dívida garantida em si, que era o critério de determinabilidade do direito ao dividendo vendido quando ele era objeto de titularidade fiduciária limitada em/de garantia do credor. Por essa razão, ainda que os direitos aos dividendos vendidos tivessem um valor pecuniário intrínseco superior ao montante da dívida, esse valor excedente já teria sido capturado pelo preço pago pelo terceiro adquirente no momento da compra, tendo sido revertido em favor do credor (para pagamento da dívida) e do próprio devedor (para recebimento de eventuais sobras), o que legitima a aquisição da titularidade plena do direito pelo terceiro adquirente. Sendo assim, será ele o legítimo proprietário de todos os recursos provenientes dos direitos por ele adquiridos³².

³² A consequência jurídica da venda do bem objeto da titularidade fiduciária, conforme descrita do parágrafo em referência, foi brilhantemente exposta por José Carlos Moreira Alves, ao tratar da propriedade fiduciária de coisas móveis fungíveis e corpóreas: “*Quanto ao terceiro que adquire a coisa do credor, torna-se ele, com a tradição, proprietário pleno do bem. Como salientamos anteriormente, ao examinarmos a natureza jurídica da propriedade fiduciária, é ela propriedade limitada pela lei para atender ao escopo de garantia. Assim, enquanto este persiste, atua a lei como elemento de compressão sobre o conteúdo do domínio do credor; no momento, porém, em que, vencida a dívida e não paga, o credor aliena a coisa a terceiro, para satisfazer seu crédito, desaparece o escopo de garantia, e, conseqüentemente, pelas características da elasticidade, retorna a propriedade à plenitude, já então sob titularidade do terceiro adquirente.*” (Destaque nosso) (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 252). Nesse mesmo sentido, embora tratando da titularidade fiduciária em sentido técnico, coloca-se Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos: “*Na eventualidade de, na data do incumprimento, o crédito cedido ainda não se ter vencido, o fiduciário poderá, conforme o que foi dito no início deste número, eventualmente, esperar pelo vencimento desse direito para realizar a operação referida ou então terá que alienar o crédito a um terceiro, empregando o montante assim recebido para extinguir a dívida e ficando obrigado a restituir o excedente. Nesta última hipótese, desaparecem os limites à alienação fiduciária desse direito, acto que o fiduciário terá mesmo que realizar, dentro do condicionalismo*

10.2.3. A Insuficiência da Excussão

Por fim, cabe destacar a situação do credor diante da insuficiência de recursos após a conclusão do processo de excussão dos direitos do acionista aos dividendos, tenha sido ela realizada mediante a espera dos respectivos pagamentos, ou por meio da venda de tais direitos a terceiros, em uma clássica operação de antecipação de recebíveis.

O credor não totalmente satisfeito com a excussão dos direitos que lhe foram cedidos não terá outra opção que não seja a do seu reconhecimento como credor quirografário do montante final da dívida vencida e não paga. A este percentual, portanto, em relação ao qual sua garantia real não foi suficiente, estarão a incidir todos os efeitos decorrentes dos procedimentos de recuperação judicial ou de falência.

referido, para levar à extinção da obrigação garantida.” (Destaque nosso) (PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 633).

CAPÍTULO XI: TITULARIDADE FIDUCIÁRIA DIANTE DO ADIMPLEMENTO DA DÍVIDA GARANTIDA

Após a etapa de *pendente condicione* da titularidade fiduciária, o devedor pode (e assim espera-se que ocorra) adimplir a dívida, tanto na data de seu vencimento original (sem que tenha existido, portanto, qualquer evento de inadimplemento financeiro)¹, quanto em data posterior (hipótese em que teria havido, anteriormente, um inadimplemento de natureza relativa)². Seja no momento em que for, o pagamento integral da dívida garantida colocará um fim no negócio jurídico principal e, por consequência, na titularidade fiduciária que está a ele ligada de maneira acessória (aliás, como toda e qualquer outra garantia real ou obrigacional também está).

Neste Capítulo XI, interessa analisar sucintamente os efeitos jurídicos que recaem sobre a titularidade fiduciária na situação de pleno adimplemento da dívida (*impleta condicione*), sem deixar de verificar, em especial, as posições do cedente fiduciante e do cessionário fiduciário.

11.1. O Cumprimento da Obrigação Garantida

Por ser uma garantia real e, portanto, acessória à dívida principal, duas consequências bastante destacadas acabam por ocorrer diante do adimplemento do crédito pelo devedor: (i) a completa extinção do vínculo obrigacional estabelecido entre credor e devedor, o qual determinou a concessão do crédito garantido; e (ii) a satisfação da *conditio iuris* necessária à resolução da titularidade fiduciária, de forma que a referida titularidade pode voltar a ser detida, agora de maneira plena e incondicionada, pelo cedente/devedor, ao mesmo tempo em que, em relação ao cessionário/credor, passa a não mais existir a razão jurídica que legitimava a sua titularidade fiduciária (e, portanto, limitada) sobre os direitos objeto da garantia. Em outras palavras, deixa de existir o direito real de garantia, se a

¹ Referida extinção não precisa ocorrer, necessariamente, apenas na data de vencimento determinada para a liquidação da dívida garantida, já que, a depender da relação acordada entre credor e devedor, é lícito a este último liquidar a dívida de forma antecipada. Sendo assim, tal evento, ainda que antecipado e sujeito a eventuais penalidades impostas pelo credor, resultará, igualmente, na imediata resolução da titularidade fiduciária.

² Na hipótese de o credor rejeitar o pagamento da dívida principal, seja de forma antecipada, na data de vencimento ou em situação de inadimplemento relativo, poderá o devedor fiduciário valer-se de ação de consignação em pagamento, nos termos do art. 335, I, do CCBra. A este respeito, conferir: (i) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 197-200.

condição atrelada à titularidade fiduciária era de caráter real, ou o direito real em garantia, se a condição tinha natureza meramente obrigacional.

Uma análise mais específica dos dois casos se faz necessária.

Titularidade Fiduciária em Sentido Técnico. No caso dos direitos do acionista aos dividendos cedidos fiduciariamente em garantia, decorrentes de um negócio fiduciário em sentido técnico, o pagamento da dívida impõe a obrigação de devolução dos referidos direitos ao devedor. Nesta hipótese, portanto, não basta a simples verificação da condição, é preciso também que exista um ato de disposição por parte do credor no sentido de restituir ao devedor a plena titularidade sobre os direitos aos dividendos. Se o cedente/devedor cumprir com a obrigação garantida e os direitos aos dividendos (de créditos ou expectativos) cedidos não estiverem ainda vencidos, o cessionário/credor deverá de imediato retransmiti-los ao primeiro, notificando a companhia emissora a respeito desta (re)transferência. Se assim não fizer, caberá ao cedente requerer execução específica, fazendo constar, para todos os fins, que os direitos aos dividendos anteriormente cedidos voltaram a lhe pertencer, razão pela qual a companhia estará obrigada, quando notificada judicialmente sobre esta circunstância, (i) a proceder aos registros em livros societários, se a titularidade fiduciária recair sobre o Direito Expectativo aos Dividendos, bem como (ii) a passar a efetuar os pagamentos dos dividendos, novamente, ao cedente/devedor/acionista, e não mais ao cessionário/credor/financiador. Na hipótese, contudo, de já existirem recursos pagos a título de dividendos ao credor, que tenham sido por ele retidos em razão de algum mecanismo de trava bancária previamente acordado, tais recursos deverão ser entregues ao devedor ou então cobrados mediante ação de execução por quantia certa (arts. 646 e ss. do CPCBra).

Em razão das particularidades inerentes à estrutura de titularidade fiduciária em sentido técnico, Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos é preciso ao afirmar que “o cumprimento da obrigação garantida leva assim a uma nova cessão do crédito, agora fazendo o circuito inverso, do primeiro cessionário (o credor/fiduciário/garantido) para o cedente inicial (o devedor adimplente/fiduciante/garante). Trata-se, mais uma vez, de uma aquisição derivada translativa, readquirindo o primitivo credor o direito, já não como o cedeu, mas como o fiduciário lhe retransmitiu.”³

Titularidade Fiduciária Resolúvel Ipso Iure. No caso dos direitos aos dividendos cedidos sob condição resolutiva *ipso iure*, a situação é diferente, pois a resolução da titularidade fiduciária em favor do devedor ocorre de forma imediata e automática, tão logo

³ PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos...*, Ob. Cit. p. 596.

seja verificado o pleno pagamento da dívida. Aqui, portanto, a condição determina a resolução real, e não meramente obrigacional (a exemplo do que ocorre na titularidade fiduciária em sentido técnico)⁴. Por esse motivo, não há que se falar em *retransmissão* do bem, mas sim em *retrotransmissão* do bem. A semelhança com a titularidade fiduciária em sentido técnico reside, principalmente, no aspecto operacional relativo aos valores de dividendos já pagos ao longo da garantia. Ou seja, se foram eles pagos e retidos pelo credor, por meio de mecanismo de trava bancária, então tais valores serão restituídos ao cedente/devedor, juntamente com a propriedade plena dos direitos aos dividendos cedidos e ainda não pagos pela companhia.

Aspectos Comuns à Titularidade Fiduciária Resolúvel Ipso Iure e à Titularidade Fiduciária em Sentido Técnico. Diante da *impleta condicione*, é importante destacar que os direitos aos dividendos (expectativos ou de crédito) voltarão a integrar a esfera patrimonial do acionista (cedente fiduciante) ou de quem quer que tenha se tornar proprietário das ações em momento posterior, o que lhes garantirá a aptidão para determinar de forma livre o procedimento distributivo do lucro social (caso algum direito de voto nesse sentido tenha sido concedido ao cessionário fiduciário), bem como de auferir, direta e plenamente, os recursos pecuniários resultantes dos direitos aos dividendos cedidos.

Além do pagamento em si da dívida (*conditio iuris*), também se faz necessário realizar o cancelamento dos registros pertinentes à (i) transferência da titularidade fiduciária em sentido técnico, que se instrumentalizaria por meio do registro da retransmissão do direito para o devedor, e/ou (ii) à disposição, constitutiva e translativa, da titularidade fiduciária resolúvel *ipso iure*⁵. No caso de a titularidade fiduciária ter ocorrido sobre o Direito Expectativo aos Dividendos, tal cancelamento deverá ser realizado no Livro de Registro de Ações Nominativas da companhia, em linha com o que já apresentamos no Capítulo VI. No entanto, sendo Direitos de Crédito de Dividendos, presentes ou futuros, o cancelamento do registro deverá ocorrer junto aos Cartórios de Títulos e Documentos onde

⁴ “Essa resolução, embora decorra de uma *conditio iuris*, é real e opera retroativamente. (...) se se verifica a resolução real, a propriedade, *ipso iure*, é perdida pelo adquirente e recuperada pelo alienante, que dispõe da rei vindicato; se se admitir, no entanto, que ocorre a resolução meramente obrigatória, o adquirente não perde, *ipso iure*, a propriedade, mas fica obrigado a restituir a coisa ao alienante.” (ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. p. 201).

⁵ Embora tratando do penhor de ações, Mauro Bardawil Penteado expõe bem a questão, sendo certo que suas conclusões são também aplicáveis à titularidade fiduciária: “Com relação à posição do credor pignoratício e do devedor uma vez verificado o cumprimento da obrigação, deve-se destacar que satisfeito o crédito e efetuado o cancelamento da averbação do contrato de penhor de ações, o credor pignoratício deixa de ser titular do direito real de penhor, e o devedor ou volta a ser titular do domínio pleno sobre as ações que foram empenhadas.” (PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações...*, Ob. Cit. p. 194).

o contrato de cessão fiduciária tenha sido registrado.

11.2. A Sub-Rogação em Favor de Terceiro que Solve o Débito no Lugar do Devedor Original

Cabe destacar também que há a possibilidade de que um terceiro, interessado ou não, venha a quitar a dívida garantida no lugar de devedor.

Em se tratando de titularidades fiduciárias resolúveis *ipso iure*, parece correto afirmar que se aplica o disposto no art. 1.368 do CCBra (conjugado com o disposto no art. 1.368-A do CCBra), o qual disciplina que o terceiro, seja ele interessado ou não, que vier a pagar a dívida, sub-rogar-se-á de pleno direito no crédito e também na propriedade fiduciária.

É diferente do que ocorre, portanto, no caso da titularidade fiduciária em sentido técnico, para a qual vale o disposto no inciso III do art. 346, combinado com o art. 349, ambos do CCBra. Nessas hipóteses, apenas ao terceiro interessado é que será reconhecida a sub-rogação no crédito e nos direitos decorrentes da garantia, a qual precisa, contudo, lhe ser formalmente transferida mediante o cumprimento, pelo credor originário, da obrigação de transmissão que a ele recai por força da titularidade fiduciária em sentido técnica.

CAPÍTULO XII: A EXTINÇÃO DA TITULARIDADE FIDUCIÁRIA

Percorridas as fases de constituição e operacionalidade da titularidade fiduciária do direito do acionista aos dividendos, é preciso agora lançar um breve olhar para as suas hipóteses de extinção em definitivo.

12.1. Hipóteses de Extinção da Titularidade Fiduciária: o art. 1.436 do CCBra

O art. 1.436 do CCBra apresenta as hipóteses de extinção do penhor, da anticrese e da hipoteca. No entanto, é ele também um dispositivo legal que determina a extinção de todas as garantias reais. Não sem razão, os institutos específicos da propriedade fiduciária, no art. 1.367 do CCBra, e da titularidade fiduciária no ambiente de mercado de capitais, no art. 66-B, § 5º, da Lei nº 4.728/1965, expressamente remetam ao art. 1.436 do CCBra para disciplinar a extinção em definitivo da titularidade fiduciária – ainda que o façam por simples boa prática legislativa, visto que, em razão de sua própria natureza, teriam suas extinções determinadas pelas exatas situações descritas no art. 1.436 do CCBra, com ou sem referência direta a ele.

Das hipóteses específicas determinadas no CCBra, todas aplicam-se às titularidades fiduciárias do direito do acionista aos dividendos. E a maioria delas já foram tratadas ao longo deste trabalho, de forma que, no presente momento, basta uma simples referência e recuperação das ideias antes apresentadas.

No Capítulo XI, restou claro que a extinção da obrigação garantida (situação de *impleta condicione*) determina, por consequência, a extinção da titularidade fiduciária, pois esta é direito acessório à relação jurídica principal. No caso das titularidades fiduciárias resolúveis *ipso iure*, o pagamento integral da dívida determina o imediato retorno da titularidade plena sobre o bem, enquanto que na titularidade fiduciária em sentido técnico faz com surja a obrigação para o credor de restituí-la ao devedor. Dessa forma, embora a extinção da dívida garantida seja em si a causa para a extinção da garantia, esta, a depender de sua natureza jurídica, não será automática, sendo necessário um ato de disposição (retransmissão) por parte do credor. Aliás, mesmo no caso da titularidade resolúvel *ipso iure*, nunca é demais lembrar que ele impõe a necessidade de se realizar o cancelamento dos registros respectivos¹, seja nos livros societários da companhia, no caso do Direito

¹ Por ser registro de disposição, simultaneamente constitutivo e translativo de direitos reais, o cancelamento se

Expectativo aos Dividendos, seja em Cartório de Títulos e Documentos, no caso do Direito de Crédito de Dividendos, presentes ou futuros.

O perecimento da coisa também resulta na extinção da titularidade fiduciária. No caso aqui em estudo, o perecimento do direito do acionista aos dividendos dar-se-ia com o seu pleno pagamento, dentro dos limites de sua determinabilidade, em situação de *pendente condicione*, fazendo com que se extinguisse o objeto da garantia real. Ou então, mediante a liquidação da companhia emissora das ações cujos direitos aos dividendos foram cedidos, hipótese em que, naturalmente, não haveria mais que se falar em existência de Direitos Expectativos aos Dividendos ou de Direitos de Crédito de Dividendos futuros. Restariam aos credores fiduciários, quando muito, apenas os Direitos de Crédito de Dividendos presentes, sendo estes, contudo, sujeitos ao regime da falência e liquidação da sociedade empresária devedora, caso ainda não pagos.

Pode ainda a titularidade fiduciária ser extinta mediante a excussão da garantia (situação de *defecta condicione*), que determine a venda judicial ou extrajudicial dos direitos aos dividendos fiduciariamente cedidos. Em sendo suficiente os recursos arrecadados com a excussão, tem-se a transferência da propriedade plena dos direitos aos dividendos ao adquirente, com a subsequente extinção da garantia. Caso os valores arrecadados com a venda sejam insuficientes para o pagamento integral da dívida garantia, então será permitido que o credor cobre a quantia remanescente de seu crédito junto ao devedor, tanto mediante a execução e respectiva penhora de novos bens do devedor, quanto mediante a inscrição do credor, agora na condição de quirografário, no âmbito da falência e/ou recuperação judicial deste mesmo devedor.

Por fim, verifica-se a extinção da titularidade fiduciária também nos casos de simples renúncia da garantia pelo credor, assim como na situação em que passe a existir confusão entre o credor e o titular pleno do direito fiduciariamente cedido. Este último caso ocorreria, em particular, na hipótese de o credor dos direitos do acionista aos dividendos tornar-se também o titular das ações das quais elas decorrem.

torna elemento necessário. Nesse sentido, conferir: (i) PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito...*, Tomo XXI (atualizado por Nelson Nery Jr. e Camargo Penteado), Ob. Cit. p. 136; e (ii) ALVES, José Carlos Moreira. *Da Alienação...*, Ob. Cit. pp. 256-257.

IV. SÍNTESE CONCLUSIVA

Não haveria melhor maneira de concluir o presente trabalho que não fosse mediante o retorno às principais questões formuladas em seu início (Capítulo Introdutório, Seção II.2). Afinal, elas traduzem o cerne dos problemas que podem surgir a partir da constituição da titularidade fiduciária que tenha por objeto o direito do acionista aos dividendos. Além do mais, após expor as teorias e os fundamentos que caracterizam de forma particular esta garantia, ficamos em uma posição confortável para propor, neste momento, de maneira bastante objetiva, as respostas que parecem mais adequadas a cada uma delas.

Primeira Questão¹. Não há dúvida que o direito ao dividendo pode ser cedido de acordo com dois de seus possíveis perfis, os quais, em conjunto, remetem a três diferentes perspectivas e consequências.

A forma de cessão mais elementar é a que considera o direito aos dividendos segundo o seu perfil de Direito de Crédito de Dividendos. Ou seja, enquanto um direito externo à participação societária – embora dela diretamente decorrente – que coloca o acionista em posição de credor perante a companhia. Ocorre que o Direito de Crédito de Dividendos pode ser presente ou futuro. Isto é, pode dizer respeito a dividendos já apurados e declarados pela companhia, os quais serão pagos de acordo com os valores e prazos estipulados pela assembleia geral, ou de dividendos futuros, relativos a lucros ainda não distribuídos ou sequer apurados.

Ambas as formas de Direito de Crédito de Dividendos podem ser objeto de cessão, mas as consequências de cada uma são bastante distintas. No primeiro caso, em que o direito de crédito já existe, não há quaisquer dificuldades. O direito cedido é transmitido imediatamente ao cessionário, sendo tal cessão eficaz *erga omnes* imediatamente após a realização dos registros aplicáveis. No segundo, porém, não existe direito de crédito presente, mas apenas perspectiva de sua existência futura. Dessa forma, a cessão que contemple esse direito de crédito futuro como seu objeto terá sua eficácia dispositiva diferida no tempo. Vale dizer: ainda que registrada, essa cessão será eficaz, transferindo riqueza do

¹ 1.) Se o dividendo, na condição de crédito que o acionista detém em relação à companhia, depende da apuração e da distribuição de lucros para ser constituído enquanto tal, como pode ser ele cedido/transferido, em momento anterior à conclusão desse processo de apuração e distribuição, de forma imediata e plenamente eficaz em benefício do credor? Em outras palavras: seria esta hipótese – de crédito de dividendo ainda não constituído (usualmente referida como “situação de dividendos não declarados”) – um caso clássico de cessão de coisa futura, cuja eficácia translativa dependeria do surgimento do crédito de dividendo para se aperfeiçoar, ou haveria, antes mesmo que qualquer lucro fosse apurado pela companhia, algo que o acionista já pudesse ceder no momento presente, constituindo instantaneamente a garantia real em favor do credor?

patrimônio do cedente devedor para o do cessionário credor, apenas quando o direito de crédito em si for constituído. Não há o que impeça a cessão, definitiva ou fiduciária com fins de garantia, dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros, mas sua eficácia ficará condicionada ao efetivo surgimento do crédito, fato este que, quando observado, determinará, primeiramente, que o crédito formado seja considerado – ainda que por um “segundo lógico” – de propriedade do cedente, para apenas então ser transferido ao cessionário. A depender do momento em que esse surgimento futuro ocorrer, contudo, é possível que o cedente já se encontre, por qualquer razão (falência inclusive), sem poder de disposição sobre os referidos créditos de dividendos, motivo pelo qual a cessão anteriormente realizada não se efetivará – isto é, não terá eficácia dispositiva –, deixando o cessionário sem o direito real que contava receber.

Para evitar tal resultado, de efeitos evidentemente prejudiciais aos cessionários, é importante que a cessão fiduciária dos direitos do acionista aos dividendos ocorra de acordo com o seu perfil de direito expectativo. O acionista, pelo simples fato de ser membro de uma organização privada voltado ao lucro (companhia), já dispõe, de forma inerente ao seu *status socii*, de uma expectativa juridicamente tutelada ao recebimento dos futuros Direitos de Crédito de Dividendos. Dessa forma, não é preciso esperar que estes últimos surjam para que sua transferência ao cessionário efetive-se; basta ceder, desde logo, o Direito Expectativo aos Dividendos referentes a esses futuros direitos de crédito.

O Direito Expectativo aos Dividendos é direito presente, já existente no patrimônio do acionista, que garante ao seu titular o direito a adquirir um novo e futuro direito (o direito de crédito que vier a ser declarado pela assembleia, também referido como “direito expectado”). Essa característica, além de tornar a cessão fiduciária eficaz desde o momento inicial de sua realização, ainda permite que o cessionário se torne titular direto e imediato dos Direitos de Crédito de Dividendos futuros, de forma que eventuais problemas relativos ao poder de disposição do cedente, verificados após a formalização da cessão, já não mais afetarão os direitos do cessionário sobre os dividendos (futuros) que forem distribuídos. Afinal, estes decorrem do Direito Expectativo aos Dividendos, que já se encontra (i) destacado da ação, (ii) cedido pelo acionista e (iii) integrado ao patrimônio do cessionário.

Segunda Questão². Daí decorre o segundo questionamento. Apesar de ser inegável

² 2.) Se o há um direito anterior ao crédito de dividendo propriamente dito que já poderia ser cedido pelo acionista, em que medida este direito poderia ser destacado da ação e comercializado de maneira autônoma a ela, sem que isso configurasse uma violação aos princípios da integralidade e da incidibilidade da participação social (e, por consequência, da ação representativa de tal participação social), conforme previstos no art. 28 da

que o acionista dispõe de um legítimo Direito Expectativo aos Dividendos, que se encontra inerente e integrado à sua participação social, em que medida pode ele ser destacado da ação e comercializado de forma autônoma a ela?

Em princípio, o destaque dos direitos inerentes à ação não pode ocorrer, sob pena de se estabelecer a segregação de direitos que deveriam estar interligados entre si, com a finalidade de compor a participação social (sendo esta, em sua completude, detida necessariamente por um ou mais indivíduos). No entanto, por força do art. 26 da LSA e do art. 2º, II, da Lei nº 6.385/1965, revela-se imperativo reconhecer que, sob certas circunstâncias, é possível promover o destaque de alguns dos direitos inerentes à ação, permitindo a sua comercialização de forma segregada dos demais direitos societários, sem que isso represente uma cisão não permitida da ação (art. 28 da LSA). Para tanto, basta que o direito destacado: (i) tenha natureza patrimonial; (ii) seja perfeitamente determinável segundo algum critério temporal e/ou valorativo; (iii) seja levado ao conhecimento de terceiros, mediante registro nos livros societários; (iv) apresente uma finalidade econômica relevante para o seu destaque, como, por exemplo, servir de garantia ou promover a antecipação de recebíveis; e (v) tenha caráter meramente temporário, de maneira a não proporcionar a modificação ou a extinção do valor mobiliário do qual é decorrente.

Terceira Questão³. Formalizada a cessão fiduciária dos direitos aos dividendos, sejam na condição de créditos, presentes ou futuros, ou de direitos expectativos, passa o credor a deter titularidade plena ou limitada sobre eles, a depender se a referida titularidade decorre de uma cessão fiduciária em sentido técnico ou resolúvel *ipso iure*. Contudo, seja qual for o caso, fato é que o credor, enquanto não ocorrer o regular vencimento ou inadimplemento da dívida garantida, não poderá reter os recursos pagos pela companhia – na forma de dividendos – durante a vigência da garantia, devendo direcionar esses recursos diretamente ao cedente fiduciante para que este os utilize como melhor lhe aprouver. É isso o que se depreende do disposto na regulação das garantias reais típicas que contemplem como seu objeto direitos pessoais de caráter patrimonial (art. 66-B, § 3º, da Lei nº 4.728/1965; art. 1.455, *caput* e parágrafo único, do CCBra; e art. 19, IV e § 1º, da Lei nº

LSA?

³ 3.) Uma vez definido o momento e a forma como as cessões fiduciárias dos direitos do acionista aos dividendos efetivam-se, o que deve ser feito então com os recursos financeiros recebidos a título de dividendos enquanto a garantia permanece em vigor, mas sem que exista, ainda, qualquer inadimplemento ou vencimento regular da dívida que justifique a retenção desses recursos pelo credor? A titularidade fiduciária constituída em favor do credor, a partir da celebração da cessão fiduciária, garante-lhe a possibilidade de se beneficiar dos recursos recebidos? Se sim, dentro de quais limitações e condições?

9.514/1997). A eventual retenção, pelo credor, dos recursos já pagos ao longo da vigência da garantia, sem que a dívida se encontre regularmente vencida ou inadimplida, apenas poderá ser realizada se tal medida tiver sido expressamente acordada com o devedor, no âmbito do contrato de cessão fiduciária.

Quarta Questão⁴. O cessionário fiduciário poderá influenciar o voto que o acionista/cedente/fiduciante deverá manifestar na companhia responsável pelo pagamento dos dividendos cedidos em garantia. Tal prerrogativa, contudo, apenas será possível quando a cessão fiduciária recair sobre o Direito Expectativo aos Dividendos, pois este é o único que, mesmo quando destacado da ação, permanece vinculado à participação societária em si mesma (diferentemente do que ocorre, portanto, no caso dos Direitos de Crédito de Dividendos, que, por sua própria natureza, são externos à relação societária da qual decorrem).

As prerrogativas quanto ao voto do cedente fiduciante na companhia são garantidas ao credor fiduciário, devendo ser observadas por terceiros e pela própria companhia, em razão do disposto no art. 113 da LSA. Se é possível que o credor tenha direitos sobre o voto do acionista no caso de uma alienação fiduciária sobre as ações, que representa, por excelência, a completude do *status socii*, não há razão para se impedir essa mesma possibilidade no caso da cessão fiduciária do Direito Expectativo aos Dividendos, que representa uma porção bastante reduzida deste mesmo *status socii*. Neste caso, contudo, a legitimidade do credor para intervir nas decisões dos acionistas cedentes deve se limitar ao processo apurativo-distributivo do lucro social, não abarcando, por consequência, as escolhas político-econômicas dos acionistas referentes à gestão dos negócios da companhia.

A possibilidade de disciplinar os direitos de voto no contrato de cessão fiduciária revela-se possível porque se trata de um negócio de garantia, conforme bem prevê o art. 113 da LSA. Por essa razão, já não parece ser possível prever acordos de voto em outros negócios jurídicos envolvendo o Direito Expectativo aos Dividendos, tal qual ocorreria, p. ex., na hipótese de uma efetiva antecipação de recebíveis lastreada em Direitos Expectativo aos Dividendos relativos a um certo montante ou período.

Quinta Questão⁵. Finalmente, cabe destacar que, diante do inadimplemento da

⁴ 4.) Em que medida seria possível conceder direitos políticos-societários ao cessionário fiduciário dos direitos do acionista aos dividendos, para que ele, de forma legítima e alinhada com seus interesses de credor, possa determinar – ou ao menos influenciar – a correta e adequadamente apuração e distribuição dos lucros sociais, dando assim plena efetividade (econômica) à sua garantia?

⁵ 5.) Na hipótese de inadimplemento da dívida garantida, pode o credor passar a deter a titularidade plena dos direitos aos dividendos que lhe foram cedidos? Haveria violação à regra da proibição do pacto comissório,

dívida garantida, os credores podem optar por ficar com os direitos aos dividendos que lhes foram cedidos, aguardando a efetiva distribuição e pagamento dos valores pecuniários deles decorrentes (nos prazos e montantes condizentes com sua determinabilidade), sem que tal medida seja configurada como uma violação à proibição do pacto comissório.

Em verdade, ao se afirmar que os credores estão aguardando o pagamento dos créditos devidos em razão dos direitos que lhes foram fiduciariamente cedidos, não se está dizendo que eles se tornaram titulares plenos de tais direitos, de forma que todos os montantes pecuniários que eles venham a receber sejam considerados suas exclusivas e plenas propriedades. Os direitos econômicos ainda não pagos continuam a integrar o patrimônio dos credores na condição limitada (no plano real ou obrigacional) com que lhes foram originalmente transferidos. Por essa razão, na medida em que tais direitos forem sendo pagos, apenas os valores correspondentes à dívida inadimplida poderão ser apropriados pelos credores, passando, aí sim, a integrar os seus respectivos patrimônios gerais, de maneira plena e irrestrita. Os valores que excederem o montante efetivamente devido deverão ser entregues ao devedor, em uma sistemática muito similar ao que ocorreria no caso de um pacto marciano.

conforme prevista no *caput* do art. 1.428 do CCBra?

V. BIBLIOGRAFIA

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as Ações Correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALMEIDA, Francisco de Paula Lacerda de. *Direito das Causas*. Vol. I. Rio de Janeiro: Livreiro Editor, 1908 e 1910.

ALMEIDA, Manuel Henrique Mesquita. *Obrigações Reais e Ônus Reais*. Coimbra: Coleção Teses, 1990.

ALVES, José Carlos Moreira. *A Retrovenda*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1967.

_____. *Da Alienação Fiduciária em Garantia*. 3ª Edição. Rev., Atual. e Aum. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

_____. *Direito Romano*. 14ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

ASCARELLI, Tulio. *Appundi de Diritto Commerciale*. 2ª Edição. Roma: Foro Italiano.

_____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 1999.

_____. “O Empresário” (do Corso de Diritto Commerciale, 1962). Tradução de Fábio Konder Comparato. RDM 109/193. São Paulo: Malheiros Editores, 1998.

_____. *Teoria Geral dos Títulos de Crédito*. São Paulo: Saraiva, 1943.

ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito Comercial*. Lisboa: Almedina, 2004.

ASQUINI, Alberto. *I Battelli del Reno*, ‘in’ *Revista dele Società*, 1959.

_____. “Perfis da Empresa”. Tradução e Notas de Fábio Konder Comparato, ‘in’ *RDM*, nº 104, 1997.

BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do Fato Jurídico. Plano da Eficácia*. 1ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. *Teoria do Fato Jurídico. Plano da Existência*. 15ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____. *Teoria do Fato Jurídico. Plano da Validade*. 13ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2014.

BESSONE, Darcy. *Direitos Reais*. São Paulo: Saraiva, 1988.

- _____. *Promessa de Compra e Venda de Imóveis*. nº 15. Belo Horizonte: Estabelecimento Gráficos Santa Maria S.A., 1952.
- BETTI, Emílio. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. Tomo II. Coimbra: Coimbra Editora, 1962.
- BEVILÁQUA, Clóvis. *Direito das Coisas*. Vol. II. São Paulo: Freitas Bastos, 1942.
- BRANDS, H. W. *The Money Men: Capitalism, Democracy, and the Hundred Years' War Over the American Dollar*. W. W. Norton & Company: Reprint edition, October 17, 2007.
- BRIGHAM, Eugene F.; e EHRHARDT, Michael C. *Financial Management. Theory and Practice*. 12ª Edição. South-Western, 2008.
- BULGARELLI, Waldirio. *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*. Vol. IV. São Paulo: Saraiva, 1978.
- BUSSANI, Mauro. *Il Sistema Italiano Delle Garanzie Reali*. Vol. I. Contratto e Imprensa, 1997.
- CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S.A. Comentada*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.
- CARVALHO DE MENDONÇA, M. I. *Doutrina e Prática das Obrigações*. 4ª Edição. Aum. e Atual. por José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Forense, 1956.
- CARVALHO SANTOS, José Maria de. *Código Civil Brasileiro Interpretado – Direito das Coisas*. Vol. X. 9ª Edição. São Paulo: Freitas Bastos, 1958.
- _____. *Código Civil Interpretado*. Vol. XIV. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1945.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. Vols. I, II, III e IV. 12ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2013.
- CASSIANO DOS SANTOS, Filipe. *A posição do Accionista Face aos Lucros de Balanço. O Direito do Accionista ao Dividendo no Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Coimbra Editora, 1996.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Curso de Direito Civil: Direitos Reais*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.
- _____. *Negócio Fiduciário*. 4ª Edição. Rev. e Atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- _____. *Trust: Perspectivas do Direito Contemporâneo na Transmissão da Propriedade para Administração de Investimentos e Garantias*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. Aspen Law & Business. Aspen Publishers, Inc., 1989.

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. Economica, New Series, Vol. IV, No. 16., 1937.

COELHO, Fábio Ulhoa. *A Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito ou Direitos Creditórios e a Recuperação Judicial do Devedor Cedente*. Vol. 7. nº 37. Porto Alegre: Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil, 2010.

_____. *Curso de Direito Civil*. 4ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2012.

COIMBRA DE SOUZA, Paloma R. *Ato Coletivo, Ato Colegial, Ato Complexo, Instituição*, 'in' *Direito Societário Contemporâneo – I* (obra coletiva) – Coord. Erasmo Valladão A. e N. França. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. *Acordo de Acionistas e Interpretação do art. 118 da Lei das S.A.* Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial. Vol. 3. DTR\2012\1355.

_____. *As Ações de Sociedades Anônimas como Valores Mobiliários – Natureza e Efeitos do Registro Acionário*, 'in' *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Aspectos Jurídicos do Macro-Emprêsa*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Lucros Sociais, Participações e Dividendo*, 'in' *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981.

_____. *Nota Sobre o Pagamento de Dividendos In Natura*, 'in' *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981.

_____; e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

_____. *Os Grupos Societários na Nova Lei de Sociedades por Ações*. São Paulo: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. nº 23.

_____. *O Direito ao Lucro nos Contratos Sociais*, 'in' *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. *Resultado Obtido na Alienação de Imóvel, com Aproveitamento de Isenção Fiscal – Exclusão da Base de Cálculo do Dividendo Obrigatório*, 'in' *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1981.

CORDEIRO, Menezes. *Da Responsabilidade Civil dos Administradores das Sociedades Comerciais*. Lisboa: Lex, 1997.

CORRÊA DE OLIVEIRA, J. Lamartine. *A Dupla Crise da Pessoa Jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979.

CORREIA, A. Ferrer. *Lições de Direito Comercial*. Lisboa: Reprint, Lex, 1994.

CORREIA, Miguel Pupo. *Direito Comercial*. 5ª Edição. Lisboa: SPB, 1997.

COUTO, Ana Sá; e EREIO, Joana Torres. *Transmissão do Direito ao Dividendo*. Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 29-2011. Acessado em <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/3073/documento/articuloUM.pdf?id=3001> >, em 17 de maio de 2014.

CRISTAS, Maria de Assunção Oliveira. *Transmissão Contratual do Direito de Crédito. Do Caráter Real do Direito de Crédito*. Coleção Teses. Coimbra: Almedina, 2005.

CUNHA, Paulo Olavo. *Direito das Sociedades Comerciais*. 5ª Edição. Coimbra: Almedina, 2012.

DEWAR, John. *International Project Finance. Law and Practice*. Oxford University Press.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na Administração Pública: Concessão, Permissão, Franquia, Terceirização, Parceria Público-Privada e Outras Formas*. 6ª Edição. São Paulo: Atlas, 2008.

DI SABATO, Franco. *Manuale delle Società*. 6ª Edição. Torino: Utet, 1999.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. 2ª Edição. Coimbra: Coimbra Editora, 1998.

_____. *Variações sobre o Capital Social*. Almedina: Coimbra, 2009.

ECO, Umberto. *Como se Faz uma Tese?* 18ª Edição. São Paulo: Perspectiva, 2003.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. Comentada*. Vols. I, II e III. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. *Dividendos. Pagamento In Natura ou Parcelado em Moeda Corrente*, ‘in’ *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Project Finance: Financiamento com Foco em Empreendimentos: (Parcerias Público-Privadas, Leveraged Buy-Outs e Outras Figuras afins)*. São Paulo: Saraiva, 2007.

ENNECERUS, Ludwig; KIPP, Theodor; e WOLFF, Martin. *Tratado de Derecho Civil: Derecho de Obligaciones*. Tomo I, Vol. II. Traducción de Blas Péres González y José Alguer. 2ª Edição. Barcelona: Bosch, 1954.

ESTACA, José Marques. *O Destaque dos Direitos de Voto em Face do Código dos Valores Mobiliários*, ‘in’ *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*. Vol. II. Coimbra: Almedina, 2008.

ESTRELA, Hernani. *Direito do Acionista ao Dividendo*, ‘in’ *Direito Comercial – Estudos*. Rio de Janeiro: José Karfino Editora, 1969.

FERREIRA, José Amadeu. *Valores Mobiliários Escriturais – Um Novo Modo de Representação e Circulação de Direitos*. Coimbra: Almedina, 1997.

FERRI, Giuseppe. *Le Società*, ‘in’ *Tratatto de Diritto Civile Italiano* (dirigido por Filippo Vassali). Vol. X, Tomo 3. Torino: Utet, 1971.

_____. “*L’Esercizio del Voto nel Pegno di Azioni*”. *Rivista del Diritto Commerciale – e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Vol. XXXVI. 1938.

FERRO-Luzzi, Paolo. *I Contratti Associativi*. Milão: Giuffrè, 2001.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013.

_____; e ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (Lei nº 12.441/2011): Anotações*. ‘in’ *Sociedade Limitada Contemporânea – Coord. Luís André N. de Moura Azevedo e Rodrigo R. Monteiro de Castro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS (FIECAFI). *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: Aplicável às Demais Sociedades*. Diretor responsável Sérgio de Iudícibus; coordenador técnico Eliseu Martins; supervisor de equipe de trabalho: Ernesto Rubens Gelbcke. 7ª Edição, 4ª Reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

GOMES, Fátima. *O Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas nas Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina, 2011.

GOMES, Orlando. *Alienação Fiduciária em Garantia*. 1ª Edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 1970.

_____. *Direitos Reais*. 19ª Edição, Atual. por Luiz Edson Fachin. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

HAICAL, Gustavo. *Cessão de Crédito: Existência, Validade e Eficácia*. São Paulo: Saraiva, 2013.

HOBSBAWN, Eric J. *A Era das Revoluções, 1789 – 1848*. 25ª Edição. Rev., 1º Impr. São Paulo: Paz e Terra, 2010.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de Direito Administrativo*. 5ª Edição. Rev. e Atual. São Paulo: Saraiva, 2010.

LA PORTA, Ubaldo. *La Causa del Transferimento del Credito, gli Effetti Preliminari e la Disposizione del Diritto Futuro* ‘in’ *Banca, Borsa e Titoli di Credito (BBTC)* nº 41. Vol. II, 1998.

LAMY FILHO, Alfredo; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *A Lei das S.A. Pressupostos, Elaboração e Modificações*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

- _____. *Direito das Companhias*. Vols. I e II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- LARENZ, Karl. *Derecho de Obligaciones*. Traducción de Jaime Santos Briz. Tomo I. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1956.
- LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotadas*. 4ª Edição. Rev., Atual. e Ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do Direito do Acionista ao Dividendo*. São Paulo: Obelisco, 1969.
- _____. “Direito de Voto de Ações Gravadas de Usufruto Vidual”, ‘in’ *Pareceres*. Vol. II. São Paulo, Singular: 2004.
- LEONARDO, Rodrigo Xavier. *A Cessão de Créditos: Reflexões sobre a Causalidade na Transmissão de Bens no Direito Brasileiro*. Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Paraná. n° 42. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, 2005.
- LIMA, Otto de Souza. *Negócio Fiduciário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais Ltda., 1962.
- LÓPEZ MEDINA, Diego Eduardo. *El Derecho de los Jueces: Obligatoriedad Del Precedente Constitucional, Análisis de Sentencias y Líneas Jurisprudenciales y Teoría Del Derecho Judicial*. Bogotá, D.C.: Ediciones Uniandes, 2000.
- LUTTER, Marcus. *Theorie der Mitgliedschaft*. AcP, 180, 1980.
- MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970.
- MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre o Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Revista Trimestral de Direito Civil, 2004.
- MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Mercantil Brasileiro*. Vol. II, Tomo II. Atual. por Ruymar de Lima Nucci. Campinas: Bookseller, 2001.
- MENEZES LEITÃO, Luis Manuel Teles de. *Cessão de Créditos*. Coimbra: Almedina, 2005.
- MICKLETHWAIT, John; e WOOLDRIDGE, Adrian. *A Companhia: Breve História de uma Idéia Revolucionária*. Tradução de S. Duarte. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.
- MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*. Vol. I. Parte Geral. 40ª Edição. Rev. e Atual. por Ana Cristina de Barros Monteiro França Pinto. São Paulo: Saraiva, 2005.
- MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Cessão de Posição Contratual*. Reimpr. Coimbra: Almedina, 2003.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão Fiduciária de Direitos de Crédito e Recuperação Judicial de Empresa*. Revista do Advogado. Vol. 105. São Paulo: AASP, 2009.

_____; e ROBERT, Bruno. *A Lei nº 11.638/07 e o Cálculo do Dividendo Mínimo Obrigatório*, 'in' WARDE JR., Walfrido Jorge (coord.). *Fusão, Cisão, Incorporação e Temas Correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

OLAVO, Carlos. *Deveres e Direitos do Sócios nas Sociedades por Quotas e Anônimas*. Lisboa: Estruturas Jurídicas da Empresa, AAFDL, 1989.

OZAWA, Celina. *Relação entre Taxas de Juros, Garantias e Tempo de Relacionamento: Aplicação aos Empréstimos de Capital de Giro no Brasil*. Boletim de Informações Fipe, 2009.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PENTEADO, Mauro Bardawil. *O Penhor de Ações no Direito Brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2007.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Vol. I. 18ª Edição. Rev. e Atual. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

PESTANA DE VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. *A Cessão de Créditos em Garantia e a Insolvência – Em Particular da Posição do Cessionário na Insolvência do Cedente*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

PETTITI, Domenico. *Contributo allo Studio e Diritto dell'Azionista ao Dividendo*. Milão: Giuffrè, 1957.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários*. São Paulo: Atlas, 2010.

PITA, Manuel António. *Direito aos Lucros*. Coimbra: Almedina, 1989.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Tomos III, V, XI, XVIII, XX, XXI, XXIII, L e LII. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

RIBEIRO, Maurício Portugal; e PRADO, Lucas Navarro. *Comentários à Lei de PPP – Parceira Público-Privada. Fundamentos Econômicos e Jurídicos*. 1ª Edição. 2ª Tiragem. São Paulo: Malheiros, 2007.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

_____. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/A – Apuração, Declaração e Pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROMITTI, Mário Müller; e DANTAS JÚNIOR, Aldemiro Rezende. *Comentários ao Código Civil Brasileiro*. Vol. XIII. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

ROSSI, Guido. *Utile di Bilancio, Riserve e Dividendo*. Milano: Giuffrè, 1957.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4ª Edição, Ver. e Amp. São Paulo: Malheiros, 2011.

SANTOS, Jorge Costa. *Direitos Inerentes aos Valores Mobiliários*, 'in' *Direito dos Valores Mobiliários*. Lisboa: Lex, 1997.

SCHOPENHAUER, Arthur. *A Arte de Escrever*. Tradução, organização e prefácio e notas de Pedro Süsskind. Porto Alegre: L&M, 2008.

SILVA, Bruno Torres. *Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios*. São Paulo: Almedina, 2012.

SILVA, Clóvis do Couto e. *A Obrigação como Processo*. Reimp. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007.

_____. *Cessão de Crédito*. Revista dos Tribunais. Vol. 638. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1988.

SOARES, António. *Direitos Inerentes a Valores Mobiliários*, 'in' *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

STIGLITZ, Joseph E. *Introdução à Microeconomia*. Joseph E. Stiglitz; Carl. E. Walsh. Tradução [da 3ª Edição original] de Helga Hoffmann. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*. Vol. I. São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TROIANO, Stefano. *La Cessioni di Crediti Futuri*. Padova: Cedam, 1999.

TUHR, Andreas Von. *Tratado de Las Obligaciones*. Traducción del alemán y concordado por W. Roces. Vol. I. Madrid: Reus, 1999.

VALIENTE NOAILLES, Luis M. *Derechos Reales*. Buenos Aires: Depalma, 1958.

VALVERDE, Trajano. *Sociedades por Ações: Comentários ao Decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Vols. I, II e III. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VANZELLA, Rafael Domingos Faiardo. *O Contrato e os Direitos Reais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

VARELA, João de Matos Antunes. *Das Obrigações em Geral*. Tomo II. 7ª Edição. Coimbra: Almedina, 1999.

VASCONCELOS, Pedro Pais. *A Participação Social nas Sociedades Comerciais*. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2011.

_____. *Direitos Destacáveis – O problema da Unidade e Pluralidade do Direito Social*, 'in' *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. I. Coimbra: Coimbra Editora, 1999.

VAZ SERRA, Adriano Paes da Silva. *Cessão de Créditos ou de Outros Direitos*. Boletim da Faculdade de Direito de Coimbra. Vol. XXX. Coimbra: Coimbra, 1955.

VENTURA, Raúl. *Reflexões Sobre Direitos de Sócios*. Vol. 3. CJ, IX, 1984.

_____. *Sociedade por Quotas*. Vol. I. Coimbra: Almedina, 1987.

VIANA, Marco Aurelio S. *Teoria e Prática do Direito das Coisas*. São Paulo: Saraiva, 1983.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. 5ª Edição. Milano: Vallardi, 1926.

_____. *Instituições de Direito Commercial*. Lisboa: Livr. Classica Editora, 1918.