

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS**  
**FACULDADE DE DIREITO**

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS**

**ALINE MARIA CORREIA DE MELO VILLARDO**

**RIO DE JANEIRO**  
**2019.1**

**ALINE MARIA CORREIA DE MELO VILLARDO**

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

**RIO DE JANEIRO**

**2019.1**

CV719e      Correia de Melo Villardo, Aline Maria  
              A emissão de debêntures por sociedades limitadas  
              / Aline Maria Correia de Melo Villardo. -- Rio de  
              Janeiro, 2019.  
              73 f.

              Orientador: Enzo Baiocchi.  
              Trabalho de conclusão de curso (graduação) -  
              Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade  
              de Direito, Bacharel em Direito, 2019.

              1. Debêntures. 2. Sociedades Limitadas. I.  
              Baiocchi, Enzo, orient. II. Título.

**ALINE MARIA CORREIA DE MELO VILLARDO**

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Data da Aprovação: \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_.

Banca Examinadora:

\_\_\_\_\_  
Orientador

\_\_\_\_\_  
Membro da Banca

\_\_\_\_\_  
Membro da Banca

**RIO DE JANEIRO**

**2019.1**

*Ao meu avô Geraldo.*

## AGRADECIMENTOS

A presente monografia, em conjunto com uma série de outras atividades de conclusão da graduação em direito, exame de ordem, e a incessante busca por me tornar a melhor profissional possível na área que escolhi trabalhar, representa o encerramento de um capítulo em minha vida de muitos desafios, descobertas e realizações. Há cinco anos saí de Campinas pronta para o desafio que seria encarar uma vida sem a presença constante de minha família no meu dia-a-dia.

Desta forma, agradecimento mais do que especial àqueles que estão presentes em minha vida desde o início desta jornada, e que são a base de toda a minha educação, crença, e valores que carrego em minha vida. Aos meus avós Maria Antônia e Geraldo, meu muito obrigada por todo o carinho, dedicação, amor e por tudo que me ensinaram e me ensinam até hoje. Ao meu avô Geraldo, obrigada por ser fonte de amor paterno desde o meu primeiro sopro de vida. À minha mãe, Lillian, muito obrigada por toda a dedicação, educação, e por me permitir conhecer o real significado de amor incondicional, garra e superação. Tenho muito orgulho de ser parte dessa família. O caminho ao Rio de Janeiro certamente seria mais tortuoso sem o suporte de vocês.

Agradeço aos amigos com os quais fui presenteada no Rio de Janeiro por toda hospitalidade, cumplicidade, compaixão e carinho. Muito obrigado por permanecerem ao meu lado nesta caminhada e compartilharem comigo não apenas as experiências curriculares da faculdade, mas também por me permitirem fazer parte da vida de vocês. Vocês são minha casa fora de casa; não poderia ter escolhido uma família carioca melhor. Um muito obrigado especial ao Igor e família, por todo o amor e carinho a mim dedicados e por me receberem como uma companheira e como uma filha em suas vidas.

Um agradecimento especial ao Professor Dr. Enzo Baiocchi, não somente pela orientação nesta monografia, mas sobretudo por ter me iniciado, no quinto período da graduação, ao estudo do direito comercial. Em um período de grande desestímulo, tomar conhecimento desta área do direito mudou completamente minhas vontades e me permitiu crescer enquanto aluna e hoje profissional.

Meu muito obrigada aos queridos amigos do Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados pelas inúmeras oportunidades de crescimento pessoal e profissional que me têm sido proporcionadas. Obrigada por me ajudarem com a constante tarefa de lapidação e adequação ao mundo dos adultos. É uma honra iniciar minha vida profissional ao lado de pessoas tão cativantes e inspiradoras. Inundo-me de orgulho ao me reconhecer como integrante desta equipe que tanto admiro.

À Faculdade Nacional de Direito, obrigada! Obrigada por me permitir viver tantas experiências, obrigada por todo o aprendizado, e principalmente por ter contribuído de maneira essencial à minha formação e por ter me apresentado um espaço plural e acolhedor desde o Campo de Santana até as últimas aulas da graduação. Saio daqui com muito orgulho da minha formação nesta instituição e com o maior sentimento de gratidão possível a tudo que aqui vivi.

*“O senhor... Mire, veja: o mais importante e bonito, do mundo, é isto: que as pessoas não estão sempre iguais, ainda não foram terminadas – mas que elas vão sempre mudando. Afinam ou desafinam. Verdade maior. É o que a vida me ensinou.”*

João Guimarães Rosa, *Grande Sertão Veredas*



## RESUMO

A presente monografia analisa a possibilidade de sociedades limitadas emitirem valores mobiliários de dívida, particularmente debêntures, e demonstra os motivos pelos quais esta emissão é aceita ou contradita pela doutrina e pelos órgãos administrativos competentes. O trabalho busca apresentar uma análise do instituto das debêntures, o principal valor mobiliário de dívida cobijado hoje pelas sociedades limitadas. O objetivo deste estudo foi o de entender os motivos pelos quais as sociedades limitadas buscam garantir aportes econômicos com taxas de juros menores e que garantam uma maior segurança jurídica e perseverança empresarial, a partir do financiamento de suas atividades por meio da emissão de valores mobiliários representativos de dívida e, principalmente, de debêntures. Preliminarmente, foram apresentados os conceitos que permearam o presente estudo e as características mais relevantes relacionadas à emissão destes valores mobiliários. Parte-se, em seguida, para uma análise mais detalhada das debêntures, para então tratar de sua emissão por sociedades limitadas de forma específica, mediante a exposição de fundamentos jurídicos que dão respaldo à viabilidade de emissão das debêntures por sociedades limitadas. Ao final, serão examinados os avanços da legislação no sentido de se permitir a emissão de debêntures por sociedades limitadas, além de decisões administrativas dos órgãos responsáveis pelos registros de atos societários e pela regulação dos valores mobiliários. Neste estudo, o tema será analisado de forma ampla, restringindo-se principalmente aos aspectos jurídicos que o circundam e visando a fornecer base inicial para discussões que resultem em aprimoramentos ao tratamento legislativo e regulamentar dispensado a ele.

**PALAVRAS CHAVE:** Sociedades Limitadas; Financiamento; Valores mobiliários; Títulos de dívida; Debêntures.

## **ABSTRACT**

This dissertation analyzes the possibility of limited liability companies to issue bonds and it also demonstrates the reasons why this possibility is denied or accepted by the doctrine and the administrative agencies. The present work seeks to present an analysis of the debentures, the main security coveted by limited liability companies today. The survey of such material had the purpose to draw an overview about the possibility of limited liability companies finance their activities through the issue of securities, especially debentures. Initially were presented the most relevant characteristics of such securities and the rules about its issue under the Brazilian law. Then the issuance of such securities by limited liability companies were presented in a specific way, by exposing the most relevant legal aspects to support the viability of an eventual issue of bonds with these characteristics. Finally, were examined the progress of legislation in order to allow the issuance of debentures by limited liability companies, in addition to administrative decisions of the agencies responsible for corporate records and the regulation of securities. In this study, the theme will be broadly analyzed, being limited mainly to the legal issues and aiming to provide a basis for discussions that might result in improvements of the legislative and regulatory treatment granted to it.

**KEY TERMS:** Limited Liability Companies. Funding. Securities. Bonds. Debentures.

## **LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS**

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.

CC – Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil Brasileiro)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

JUCERJA – Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro

JUCESP – Junta Comercial do Estado de São Paulo

LSA – Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (LSA)

SEC – Securities Exchange Commission

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	09
1. HISTÓRIA E NATUREZA DAS SOCIEDADES LIMITADAS.....	12
2. VALORES MOBILIÁRIOS.....	18
2.1. Conceito, natureza jurídica e regulação pela Comissão de Valores Mobiliários.....	18
2.2. Valores mobiliários de dívida.....	25
3. AS DEBÊNTURES.....	30
3.1. Conceito.....	30
3.2. Principais benefícios e desvantagens do instituto.....	35
3.3. A legislação societária e regulação pela Comissão de Valores Mobiliários.....	37
4. EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS.....	41
4.1. Argumentos favoráveis e contrários à emissão.....	42
4.2. A aplicação supletiva da Lei nº 6.404/76 nas sociedades limitadas.....	45
4.3. Compatibilidade entre a Lei nº 6.404/76 e o regime jurídico das sociedades limitadas....	47
4.4. Projetos de Lei.....	54
5. A POSIÇÃO DAS JUNTAS COMERCIAIS.....	59
CONCLUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	66

## INTRODUÇÃO

No contexto econômico e social em que vivemos, não há dúvidas de que o dinheiro é fundamental para a implementação e desenvolvimento de qualquer negócio por qualquer sociedade, independentemente do seu porte e das suas aspirações no mercado. Nas sociedades empresárias, o capital empregado é fundamental para a multiplicação de resultados. Como é muito comum que o fluxo de receitas não se compatibilize com as despesas incorridas, é natural a necessidade de se empregar recursos adicionais não só para investimentos de maior prazo de maturação, mas também para gastos correntes.

Esses recursos podem ingressar na sociedade pela contribuição de seus sócios ou pelo investimento de terceiros. Os capitais próprios, provenientes daqueles que detêm participação no capital da sociedade, normalmente não são acompanhados de remuneração, ou a eventual remuneração existente costuma ser muito baixa. Esta capitalização ocorre por meio de integralização do capital social, no caso de constituição de uma sociedade, ou ainda pelo aumento de seu capital, momento em que ocorre nova integralização por parte dos sócios. Por outro lado, o capital investido por terceiros naturalmente traz consigo uma expectativa real de retorno àquele que se dispôs a empregar os seus recursos na atividade da sociedade, uma vez que este investidor participa do financiamento de uma determinada sociedade a partir da contratação de instrumentos financeiros com as mais diversas características.

Considerando que o investimento dos sócios nem sempre é uma opção efetiva, a avaliação estratégica da administração da sociedade na busca de mecanismos adequados de financiamento tem papel decisivo no sucesso de uma sociedade. A contratação de passivos menos onerosos e mais adequados ao perfil da sociedade acaba sendo, na maioria dos casos, determinante para o bom desenvolvimento dos negócios, uma vez que o custo para o financiamento de uma sociedade costuma ser muito elevado. É, portanto, cada vez mais frequente que as sociedades utilizem fontes alternativas de financiamento, quais sejam empréstimos, notas promissórias e debêntures, que apresentam um desenho mais customizado para as suas necessidades e contrapartidas menos onerosas.

Neste sentido, o mercado de capitais surge como fonte de captação de recursos e alternativa muito utilizada pela sociedade anônima, tipo societário inicialmente destinado para

se beneficiar dessa estrutura de investimentos, o que fica evidente pela leitura da Lei nº 6.404, de 1976 (“LSA”), e pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). Os instrumentos financeiros aqui permitidos são reveladores de um título de dívida, na medida em que são inscritos no passivo da sociedade e atribuem ao investidor/credor posição distinta daquela conferida ao sócio que aporta capital na sociedade.

Reconhecer o acesso de outras modalidades de sociedades a recursos por meio do mercado de capitais e instrumentos direcionados em um primeiro momento às sociedades anônimas é uma demanda cada vez mais forte. Para as sociedades limitadas de grande porte, a posição do credor é vantajosa para os sócios, uma vez que, via de regra, nos valores mobiliários de dívida contratados o credor não se vê no direito de participar ou votar em assembleias ou reuniões de sócios, não possui poder para indicar membro da diretoria ou do conselho de administração da sociedade e, portanto, tem pouca ingerência e influência nos negócios sociais da sociedade.

Entretanto, apresenta-se aqui uma ausência de norma reguladora no direito societário brasileiro. Há um crescente interesse, por parte das sociedades limitadas, na utilização de instrumentos do mercado de capitais – especialmente a emissão de debêntures – como fonte de captação de recursos. Adicionalmente, temos uma ausência legislativa no sentido de autorizar ou proibir a emissão destes mesmos valores de dívida por sociedades limitadas. A Lei nº 10.406/2002 (“CC”), nosso Código Civil Brasileiro, é omissa em relação a esse tema. A CVM regulamenta os valores mobiliários de forma ampla, não restringindo sua emissão a um único tipo jurídico de sociedade. Seria possível, portanto, que a sociedade limitada emita debêntures?

Não é raro que as sociedades limitadas estejam hoje em empreendimentos de maior porte e relevância, especialmente por vantagens inerentes à sua natureza, como a possibilidade de uma administração mais simplificada, custos de manutenção mais baixos e especificidades que trazem maior flexibilidade na distribuição de resultados. Em contrapartida, nem todos os aspectos das sociedades limitadas acompanharam da mesma forma a evolução dos padrões, de modo que existem questões formais que ainda dificultam a utilização deste tipo societário, tal como a variedade de fontes de captação de recursos disponíveis, os quais acabam sendo, ainda, insuficientes para o desenvolvimento de suas atividades.

Como qualquer sociedade, em regra a sociedade limitada precisa de recursos adicionais

àqueles investidos pelos sócios para desenvolvimento de seus negócios, e isso é uma realidade para as sociedades independentemente do porte das suas atividades. Entretanto, tradicionalmente, as sociedades limitadas, por determinadas características, não têm disponíveis todas as fontes de financiamento aplicáveis às sociedades anônimas.

No mercado de valores mobiliários, as debêntures têm sido utilizadas incessantemente para captação de recursos das sociedades anônimas, podendo, em alguns anos, superar até mesmo a emissão de ações<sup>1</sup>. Por ter como característica uma baixa taxa de juros, a necessidade de financiamento e a busca por instrumentos financeiros mais rentáveis fizeram com que as debêntures se consolidassem no mercado de capitais, transferindo parte significativa dos recursos para o mercado da dívida e, desta forma, estimulando a economia nacional.

Diante deste contexto e da real necessidade que as sociedades limitadas possuem em buscar novas formas de captação de recursos que não partam exclusivamente de seus sócios, e considerando a realidade do mercado brasileiro, o presente estudo tem o objetivo de lançar luz sobre este tema e trazer à tona questões controvertidas a ele inerentes.

---

<sup>1</sup> No primeiro semestre de 2018 a emissão de debêntures primárias e secundárias superou o volume de ações emitidas, conforme dados da Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA disponíveis no site: [http://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/](http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/) (Acesso em 18.04.2019).

## 1. HISTÓRIA E NATUREZA DAS SOCIEDADES LIMITADAS

De acordo com Fran Martins, a sociedade limitada é um tipo societário imaginado e criado pelo legislativo brasileiro tendo como inspiração o direito comparado, diferentemente de outras sociedades comerciais cujo surgimento foi inicialmente construído na prática para, somente depois, tornarem-se objeto de disciplina legal<sup>2</sup>.

É possível dizer, neste sentido, que a sociedade limitada, inicialmente chamada de sociedade por cotas de responsabilidade limitada, foi criada por meio do Decreto 3.708, de 10 de janeiro de 1919 (“Decreto 3.708/19”).

Com efeito, a sociedade limitada foi criada tendo em vista a necessidade de um suprimento jurídico para pequenos e médios comerciantes, em relação aos quais existia um forte anseio por um tipo societário que lhes limitasse a responsabilidade, separando o patrimônio pessoal do sócio do patrimônio da sociedade e conservando a estrutura mais simples de suas atividades – à época, as sociedades anônimas, tipo jurídico já existente, além de requerem um número maior de sócios para a sua fundação, eram destinadas a negócios maiores, mais volumosos e complexos.

Dessa forma, a partir dessa demanda concreta, surgiu a disciplina normativa das sociedades de responsabilidade limitada, a qual, por definição de José Edwaldo Tavares Borba, “representa a mais recente das formas societárias existentes no direito brasileiro.”<sup>3</sup> Entretanto, tendo em vista seu surgimento eminentemente legislativo, e não costumeiro ou doutrinário, após a edição legislativa diversas discussões doutrinárias tomaram corpo envolvendo o novo tipo societário.

Uma das razões para tantas controvérsias era o fato de que o Decreto 3.708/19 “era extremamente resumido (apenas dezoito artigos) e tinha na lei das sociedades anônimas, a qual invocava expressamente, uma legislação supletiva das omissões do contrato social.”<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio. 33ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 227.

<sup>3</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 15ª ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Atlas, 2017. p. 115.

<sup>4</sup> Ibid., p. 116.



Diante deste contexto, um tema que sempre dividiu a doutrina especializada, e que se torna bastante relevante para a discussão aqui proposta, diz respeito à natureza jurídica das sociedades limitadas, ou seja: possuem as sociedades limitadas natureza contratual ou institucional?

É possível afirmar, em linhas gerais, que a doutrina mais conservadora enxerga as sociedades limitadas com base em pressupostos personalíssimos, buscando suas bases na confiança mútua entre os sócios e classificando-as como sociedades de pessoas – ou seja, sociedades na qual há a presença de *affectio societatis*. A sociedade é formada a partir do elemento personalíssimo de cada sócio e a partir da celebração de um contrato entre eles. Neste sentido, a figura do sócio é muito importante para o surgimento da sociedade.

Desta forma, o elemento personalíssimo e contratual desse tipo societário não permitiria, em teoria, a sua compatibilização com o financiamento público de suas atividades mediante a emissão de valores mobiliários.

De acordo com De Plácido e Silva, as sociedades limitadas “em realidade, formam um tipo especial, mostrando-se um intermédio ou termo médio entre as sociedades de pessoas e as sociedades de capitais.”<sup>5</sup> O autor entende, por fim, que nas sociedades limitadas, como em qualquer outra sociedade comercial, há interesses pessoais que estão ligados diretamente aos interesses patrimoniais.

Sérgio Campinho, no mesmo sentido, afirma que: “a sociedade limitada, como se aduziu, assenta seu ato de criação no contrato social, não guardando, pois, feição institucional, como as sociedades por ações.”<sup>6</sup> Para ele, os sócios buscam no contrato social a finalidade em comum, coordenando seus interesses para esta obtenção, qual seja o desempenho do objeto social, para partilha do lucro.

Para Rubens Requião, “é claro que a doutrina que assemelha a sociedade por cotas à sociedade anônima, considerando-a como uma sociedade anônima simplificada, sustentará

---

<sup>5</sup> SILVA, De Plácido E. **Noções Práticas de Direito Comercial**. Vol. I. 12ª ed. Rio de Janeiro: Forense Rio, 1965. p. 190.

<sup>6</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 15ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2018. p. 149.

sempre a natureza eminentemente comercial, independentemente de seu objeto.”<sup>7</sup>

À primeira vista, o enquadramento contratual e o cunho personalíssimo deste tipo de sociedade dão a entender, em um primeiro momento, que quaisquer iniciativas de financiamento mediante a emissão de valores mobiliários devem ser afastadas. A pretensão deste trabalho, no entanto, é mostrar a possibilidade de unir os conceitos conservadores com as mudanças da sociedade contemporânea, de modo a alterar a interpretação que é dada hoje às sociedades limitadas, a partir da emissão de valores mobiliários.

A doutrina mais clássica discute há muito tempo as consequências da possibilidade dada pelo artigo 18 do Decreto 3.708/19<sup>8</sup>, o qual determinava a aplicação subsidiária, para as sociedades limitadas, das disposições constantes na Lei das Sociedades Anônimas, no que fosse aplicável.

O autor Rubens Requião nos mostra que existem duas correntes sobre o assunto: “uma corrente, liderada por Waldemar Ferreira, interpreta o preceito literalmente, considerando que a lei das sociedades anônimas é supletiva apenas nas *omissões* do contrato social, e na parte aplicável; outros, com exegese mais livre, sustentam que aquela lei é supletiva da lei das sociedades por cotas. Os que classificam as sociedades por cotas como sociedades de capital, e não de pessoas, necessariamente se vinculam à segunda solução.”<sup>9</sup>

Outros autores sustentam que “as quotas não são negociáveis como o são as ações; porém isso não impede que no contrato de sociedade se permita a subscrição e emissão de *títulos representativos* das quotas, mas tais títulos não são títulos de crédito, nem ações, e sim documentos do direito à participação. Há, então, a transmissibilidade concernente aos títulos nominativos, ou à ordem; não a dos títulos ao portador.”<sup>10</sup>

Para José Edwaldo Tavares Borba, mesmo sob a disciplina do Decreto 3.708/19, “a observância da lei das sociedades anônimas não significava uma aplicação subsidiária, mas sim

---

<sup>7</sup> REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 32ª ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 317.

<sup>8</sup> *Artigo 18 - Serão observadas quanto as sociedades por cotas de responsabilidade limitadas, no que não for regulado no estatuto social, e na parte aplicável, as disposições da lei das sociedades anônimas.*

<sup>9</sup> REQUIÃO, Rubens. Op.cit. p. 315

<sup>10</sup> MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Bookseller, 2008. p. 342.

uma aplicação supletiva do contrato. Ou seja, a lei das sociedades anônimas supria as omissões do contrato, mas não as omissões da lei da sociedade limitada.”<sup>11</sup>

Como se sabe, o artigo 1.053 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (“CC”) prevê de maneira diversa: aplica-se às sociedades limitadas, em regra, as disposições que disciplinam as sociedades simples, havendo a regência supletiva da Lei das Sociedades Anônimas nas hipóteses em que houver expressa previsão no contrato social nesse sentido<sup>12</sup>.

De toda a forma, o CC estabelece, ainda, que, dentre as cláusulas que são opcionais dentro de um contrato social, existe aquela que prevê a regência supletiva da Lei das Sociedades Anônimas, seja em casos de omissão da lei ou por vontade expressa dos sócios sobre determinado assunto.

Em razão do exposto, sujeita-se à autonomia da vontade dos envolvidos a regência supletiva das regras aplicáveis à sociedade anônima. Ponto lacunar ocorre no que diz respeito à aplicabilidade destas normas que venham a se constituir por força do contrato social.

Quais seriam, portanto, os limites para aplicação supletiva da Lei das Sociedades Anônimas, se as sociedades limitadas assim o desejarem? Neste sentido, esta regência supletiva permitiria, então, a possibilidade de se aplicar as regras relativas à emissão de valores mobiliários – valores mobiliários de dívida, e debêntures, especificamente, para fins de financiamento?

Sérgio Campinho entende que “é supletiva da vontade do legislador e não apenas da vontade das partes. Funciona como fonte subsidiária não apenas do contrato, naquilo em que nele foi insuficientemente esboçado, mas também da própria lei, ante sua omissão total acerca do tema a ser disciplinado.”<sup>13</sup>

Esta aplicação supletiva da Lei das Sociedades Anônimas não pode e nem deve ser

---

<sup>11</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005, p. 28.

<sup>12</sup> Art. 1.053. *A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples. Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.*

<sup>13</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 15ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2018, p. 120.

irrestrita, devendo cumprir com certas regulações, tais como: a) omissão no Capítulo pertinente do CC – artigos 1.052 a 1.087; b) omissão no regramento da matéria pelo contrato social; c) exigência de cláusula no contrato determinando expressamente a regência supletiva da limitada pelas normas da sociedade anônima; e d) não contrariar a natureza contratualista da sociedade limitada.

Diante disso, é possível deprender que Campinho defende a natureza contratual das sociedades limitadas, o que, pela mesma razão, o insere entre os autores que não concordariam com a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas. Em linhas gerais, o pensamento converge para o sentido de que “deve-se respeitar a natureza da limitada, só se aplicando as normas da sociedade anônima quando não violentarem sua essência e com as devidas adaptações à sua tipologia.”<sup>14</sup>

Em 30 de abril de 2019 foi editada a Medida Provisória nº 881, conhecida como “MP da Liberdade Econômica”. Esta medida provisória, de acordo com a sua exposição de motivos, visa estabelecer as garantias de um livre mercado e busca reverter o pensamento que se criou de que as atividades econômicas no país só poderiam ser exercidas se houvesse a expressa permissão do Estado, como se segue:

Existe a percepção de que no Brasil ainda prevalece o pressuposto de que as atividades econômicas devam ser exercidas somente se presente expressa permissão do Estado, fazendo com que o empresário brasileiro, em contraposição ao resto do mundo desenvolvido e emergente, não se sinta seguro para produzir, gerar emprego e renda. (...)

Após a análise de dezenas de estudos empíricos, todos devidamente especificados nas Notas Técnicas, incluindo os dedicados à América Latina, conclui-se que a liberdade econômica é cientificamente um fator necessário e preponderante para o desenvolvimento e crescimento econômico de um país.<sup>15</sup>

Neste sentido, a medida provisória introduz “medidas de controle e diminuição do aparelho burocrático e que buscam aproximar o Brasil do mesmo ambiente de negócios de países desenvolvidos”. Ainda, na exposição de motivos, o legislador trata da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, bem como da necessidade de se facilitar o acesso deste tipo jurídico ao mercado de capitais:

---

<sup>14</sup> CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 15ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2018, p. 132.

<sup>15</sup> BRASIL, Exposição de motivos da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf)>. Acesso em 04.04.2019.

Ainda no escopo de facilitar investimento e reduzir custos de transação, alterações são feitas na legislação de sociedades anônimas. Propõe-se a dispensa da utilização de lista e boletim de subscrição, previstos na Lei das S.A., no âmbito de ofertas públicas de ações liquidadas por meio de sistema administrado por entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários. Conforme procedimentos de liquidação, o fluxo operacional atualmente utilizado pela Bolsa de Valores proporciona o controle dos investidores adquirentes de ações em ofertas públicas de distribuição, caso seja necessária comprovação de titularidade perante terceiros, incluindo órgãos reguladores e em juízo. Assim, é desnecessário o atual controle previsto na Lei.

Outra alteração proposta na Lei das S.A. busca ampliar o acesso de empresas de pequeno e médio porte ao mercado de capitais. As sociedades limitadas não possuem o capital social dividido em ações, mas em quotas, cuja titularidade se encontra disposta em um contrato social e que demanda, para cada alteração de titularidade, uma alteração devidamente assinada por todos os sócios-cotistas e registrada na respectiva Junta Comercial. Mesmo que a possibilidade de emissão de debêntures fosse estendida às sociedades limitadas, faltariam diversas características necessárias ao bom funcionamento desse instrumento de dívida, como, por exemplo, um regime informacional adequado ao acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas.

Assim, a chave de uma efetiva transformação no mercado de capitais está relacionada à migração dessas empresas para o regime das sociedades anônimas com o fim de se estruturarem adequadamente à captação de recursos e à entrada de investidores, o que passa, necessariamente, pela flexibilização, na medida correta, do regime da Lei das S.A. a empresas de pequeno e médio porte.

Por tudo isso, entende-se que a referida alteração legal permitiria a constituição de uma importante ferramenta de promoção e ampliação do mercado de capitais, notadamente no âmbito das PME's (Pequenas e Médias Empresas), o que indubitavelmente virá, ao fim e ao cabo, melhorar o ambiente de negócios e investimentos no País, auxiliando no crescimento da economia.<sup>16</sup>

O entendimento da doutrina e da Medida Provisória n° 881/19 parece se fundamentar em posicionamento mais conservador acerca dos meios de financiamento da sociedade limitada, baseando-se em uma visão clássica sobre o assunto. Tal posicionamento, entretanto, diverge do cenário atual, em que o crescimento pela demanda tem gerado pedidos de registro de atos societários que deliberam sobre a emissão de debêntures.

---

<sup>16</sup> BRASIL, Exposição de motivos da Medida Provisória n° 881, de 30 de abril de 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf)>. Acesso em 04.04.2019.

## 2. VALORES MOBILIÁRIOS

Antes de adentrarmos propriamente à análise do tema proposto neste estudo, faz-se mister estabelecer e apresentar alguns conceitos basilares que possuem relação direta com o assunto.

### 2.1. Conceito, natureza jurídica e a regulação pela Comissão de Valores Mobiliários

De acordo com Modesto Carvalhosa, é objeto de pouquíssima análise pela doutrina e jurisprudência, tanto nacional quanto internacional, a conceituação do que seriam os valores mobiliários e o mercado de capitais.<sup>17</sup>

Os valores mobiliários surgem no contexto em que a sociedade urbana europeia se torna cada vez mais complexa, principalmente no que diz respeito à necessidade de transporte rápido e seguro de recursos financeiros de uma localidade para outra. É normal que se atribua o nascimento dos títulos de crédito aos centros financeiros da atual Itália, local de fixação de residência de grandes mecenas e onde a concentração de riquezas ocorria com uma maior frequência. Afinal, é lá o local onde sabidamente melhor se desenvolveu o comércio e onde surgiram as primeiras organizações tidas como sociedades da maneira como entendemos atualmente.

Na realidade, a Europa redescobre os títulos de crédito no século XIV ou XV<sup>18</sup>, a partir de dois fatores que impossibilitavam uma maior velocidade nas transações mercantis: o entesouramento das moedas e a segurança no transporte de dinheiro. As moedas eram cunhadas em ouro, prata e cobre, circulando, portanto, somente as inferiormente valoradas. A falta de moedas em circulação obstava a finalização das transações que envolvessem grandes somas, diminuindo a capacidade operacional dos mercadores e empresários.

Além disso, a necessidade de transporte de grandes somas de dinheiro (e por consequência, de metais preciosos) entre as mais diversas localidades exigia que a segurança durante o transporte fosse sempre alta e nada conveniente, uma vez que exigia a participação

---

<sup>17</sup> CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. V. 6. p. 133.

<sup>18</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. Tomo 1. p. 19.

de uma quantidade muito grande de pessoas para proteção do dinheiro.

Tal processo culmina no aparecimento do mais moderno e sofisticado instrumento: a criação de bancos ou de papéis representativos de quantias monetárias que documentassem a quantidade de dinheiro ali envolvida, e que eram emitidos por ourives e/ou por comerciantes de metais preciosos.

Com o aumento do comércio e da necessidade de circulação de dinheiro, foi necessária a criação de instrumentos que facilitassem a transmissão de quantias monetárias e de direitos inerentes a elas, e que também agilizassem a circulação do crédito. A partir disso, os instrumentos circulatórios de créditos evoluíram de acordo com as necessidades das práticas empresariais<sup>19</sup>, até o momento em que o crédito passa a valer por si mesmo, independentemente da relação jurídica que lhe deu causa. Com isso, nasce a autonomia do crédito contido no título.

Para Tullio Ascarelli:

*O Direito acaba por ficar plenamente objetivado e despersonalizado, por ser considerado um bem, um valor, como tal, exatamente definido e delimitado, distinto da relação econômica que se originou e submetido, portanto, às regras da circulação dos bens móveis e não mais àquelas relativas à circulação dos direitos<sup>20</sup>.*

A expressão *valores mobiliários* tem origem na doutrina francesa<sup>21</sup> a partir da divisão do gênero “títulos negociáveis” em duas espécies, quais sejam os “efeitos do comércio”, representando os créditos a curto prazo, e os “valores mobiliários”, representativos de direitos de participação e créditos a longo prazo.

A conceituação do que é o valor mobiliário é extremamente importante e necessária para que esta se imponha como ponto de demarcação de sua abrangência e de atuação dos direitos inerentes aos valores mobiliários. Por outro lado, é importante que sua conceituação seja bem apresentada para que a atuação governamental e sua regulamentação ocorram de forma a garantir segurança jurídica, de modo a permitir a capitalização de empreendimentos para o público interessado.

<sup>19</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. Tomo 1. p. 21.

<sup>20</sup> ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. São Paulo: Servanda, 2013. p. 11.

<sup>21</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 1. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 154.

Além disso, faz-se necessária sua definição para que as autoridades competentes possam punir, seja no âmbito civil ou penalmente, os indivíduos ou entidades que ofendem as regras que disciplinam estes instrumentos, utilizando-os de má-fé para atingir objetivos escusos e socialmente danosos.

Logo, sua conceituação visa não somente entender e compreender o que seriam os valores mobiliários, mas sobretudo demarcar a atuação dos órgãos administrativos e judiciais do país encarregados de normatizar, regulamentar e incentivar seu uso, ou até mesmo punir aqueles que decidam utilizá-los para propósitos vedados em lei.

Nas palavras de Ary Oswaldo Mattos Filho:

O valor mobiliário simboliza a exteriorização jurídica de um elo econômico – independentemente da existência de uma cártula –, o qual surge da relação obrigacional que une o poupador (credor) e o empreendedor (devedor) no investimento comum. Esta relação deve obedecer a forma estabelecida em lei e no contrato. Essa relação entre o ofertante do investimento e o público potencialmente subscritor tem grande capacidade de originar conflitos sociais, na medida em que as expectativas dos investidores sejam frustradas pela suspeita do não cumprimento da obrigação contratada, pela frustração do investimento ou pela constatação de que foram ludibriados em seus investimentos.<sup>22</sup>

Dentro da categoria de valores mobiliários, os títulos possuem, em comum, a função de servirem como instrumentos de investimento de capital financeiro com o fim de obter renda.<sup>23</sup>

Nos Estados Unidos, a Suprema Corte, ao analisar o caso SEC x W. J. Howey, em 1946, foi a primeira<sup>24</sup> a abordar a definição genérica do que seriam os valores mobiliários para auxílio em casos concretos. A Companhia W. J. Howey vendia pequenas unidades de terrenos plantados com pés de laranja, conjuntamente com o oferecimento de um contrato optativo de prestação de serviço para o cultivo, trato e negociação da produção de laranjas e da remessa do lucro ao proprietário do imóvel pelo prazo de dez anos, sem possibilidade de cancelamento pelo

---

<sup>22</sup> ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. Prefácio de Ary Oswaldo Mattos Filho. São Paulo: Saraiva, 2015. p. 44.

<sup>23</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2.ed. atual. e reformulada. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 517.

<sup>24</sup> Library of Congress: US Reports: **S.E.C. v. Howey Co.** Disponível em: <<https://www.loc.gov/item/usrep328293/>> (Acesso em 12.11.2018)



beneficiário.

Como estes beneficiários eram, em geral, pessoas sem conhecimento técnico agrícola e sem um discernimento especializado, a opção que possuíam era a de assinar o contrato de prestação de serviços acoplado ao contrato de compra e venda do lote de terra. Os tribunais inferiores entenderam que, na realidade, existiam dois contratos distintos, o que descaracterizaria a hipótese da *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) de entender ali a existência de um valor mobiliário.

A Corte norte-americana definiu, a partir deste caso, que, para caracterização de um instrumento como valor mobiliário, era necessária a presença dos seguintes requisitos: (i) alguém investir recursos; (ii) empreendimento conjunto; (iii) expectativa de retorno financeiro; (iv) retorno oriundo dos esforços do empreendedor ou de terceiros. Até hoje o *Howey Test*, como ficou conhecido este julgado, é utilizado para verificar se um título de crédito se insere ou não na categoria de valores mobiliários.

Faz-se necessária uma conceituação ampla e abrangente do que são os valores mobiliários e que não seja passível de divergência entre conceitos básicos neste ramo do direito. Quanto maior for a divergência entre o conceito definido no direito brasileiro e os demais direitos nacionais dos países, menor será a interatividade entre os mercados dos mais diversos países, dificultando de maneira considerável a oferta pública de valores mobiliários em âmbito supranacional, o que vem ocorrendo cada vez mais em várias modalidades de investimento.

Desta forma, conceitos amplos como *valores mobiliários*, *contratos de investimento*, *dever de lealdade*, dentre outros, tendem a fazer com que precedentes judiciais das economias mais desenvolvidas e robustas, bem como normas comunitárias destes países passem a fazer parte do mundo jurídico local, permitindo uma capacitação mais construtivista dos poderes locais<sup>25</sup>.

No Brasil, a necessidade de se desenvolver um mercado de ações sempre esteve no pensamento dos legisladores. Havia a constante necessidade em se ter um fluxo de financiamento no setor empresarial, e que este fluxo também fosse compatível com a

---

<sup>25</sup>MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. Tomo 1. p. 51.

capacidade dos tomadores de gerarem renda para satisfazer as expectativas dos potenciais investidores<sup>26</sup>.

Em 1964, com a Ditadura Militar – e com a ida do Professor Octavio Gouveia de Bulhões para o Ministério da Fazenda e do economista Roberto Campos para o Ministério do Planejamento, consolida-se a ideia de criação de um mercado de ações que possua tamanho suficiente para garantir o crescimento da indústria nacional.

Neste sentido, a criação de um mercado de ações surge, desde o seu início, como forma de fomentar o crescimento da indústria nacional, estimulando e movimentando a economia. Diante deste contexto, é criada a Lei nº 4.357/1964, a qual autoriza a emissão de obrigações do Tesouro Nacional. Esta lei cria estímulos fiscais que buscam aumentar o interesse dos investidores na subscrição de ações das companhias, tendo, portanto, como objetivo, financiar o empresário nacional com recursos de longo prazo, conforme se vê pela leitura de seu artigo 1º:

Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a emitir Obrigações do Tesouro Nacional até o limite e títulos em circulação de Cr\$ 700.000.000.000,00 (setecentos bilhões de cruzeiros), observadas as seguintes condições, facultada a emissão de títulos múltiplos:

a) vencimento entre **3 (três) e 20 (vinte) anos;**

b) **juros máximos de 10% (dez por cento) ao ano**, calculados sobre o valor nominal atualizado.

c) valor unitário mínimo de Cr\$ 10.000,00 (dez mil cruzeiros).

§ 1º O valor nominal das Obrigações será atualizado periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, de acordo com o que estabelece o § 1º do art. 7º desta Lei.

§ 2º O valor nominal unitário, em moeda corrente, resultante da atualização referida no parágrafo anterior, será declarado trimestralmente, mediante portaria do Ministro da Fazenda.

§ 3º As Obrigações terão valor nominal unitário em moeda corrente fixado em portaria do Ministro da Fazenda, podendo ser colocadas, ao par, ou pelo valor de cotação, nas Bolsas de Valores, desde que não inferior a 50% (cinquenta por cento) do deságio médio dos melhores papéis (letras e debêntures) das empresas particulares idôneas.

§ 4º **As Obrigações terão poder liberatório pelo seu valor atualizado de acordo com o § 1º, para pagamento de qualquer tributo federal, após decorridos 30 (trinta) dias do seu prazo de resgate.**

§ 5º Para os efeitos do limite de emissão, somente serão considerados em circulação os títulos efetivamente negociados, computado o valor nominal unitário de referência de que trata a alínea " c " deste artigo.

§ 6º O Ministro da Fazenda fica autorizado a celebrar convênios, ajustes, ou contratos para emissão, colocação e resgate das Obrigações a que se refere este artigo.

§ 7º As diferenças, em moeda corrente, de valor nominal unitário, resultantes da atualização prevista no parágrafo 1º, não constituem rendimento tributável das

<sup>26</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. Tomo 1. p. 159.

pessoas físicas ou jurídicas.

§ 8º O Orçamento da União consignará, anualmente, as dotações necessárias aos serviços de juros e amortizações das Obrigações previstas nesta lei.

§ 9º **As Obrigações, a qualquer tempo, poderão ser recebidas, pelo seu valor atualizado, como caução fiscal ou contratual perante quaisquer repartições ou autarquias federais.** (grifo nosso)

Posteriormente, a Lei nº 4.728/1965, a qual disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, foi a primeira lei a empregar a expressão *valores mobiliários*. Não havia uma preocupação com a definição específica do que seriam os valores mobiliários, uma vez que todos os mercados de capitais se mantiveram sob fiscalização do Banco Central do Brasil, tendo o Conselho Monetário Nacional poderes para regulamentar o instituto.<sup>27</sup>

Em 1976 é editada a Lei nº 6.385, submetendo os valores mobiliários à disciplina própria, a partir da criação da autarquia Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), e mantendo os demais mercados de capitais e financeiros sob a jurisdição do Banco Central. Dispõe assim parte de seu artigo 2º:

*“Art. 2º: São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:*

*I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;*

*II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;*

*III - os certificados de depósito de valores mobiliários;*

*IV - as cédulas de debêntures;*

*V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;*

*VI - as notas comerciais;*

*VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;*

*VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e*

*IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

*§ 1º: Excluem-se do regime desta Lei:*

*I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*

*II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”*

Com a edição da Medida Provisória nº 1.637/1998, surge a técnica legislativa de não somente nominar os valores mobiliários que estão submetidos a autoridade da autarquia, mas

<sup>27</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2.ed. atual. e reformulada. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 514.

se insere no texto legal uma definição extensiva e genérica, entendendo os *contratos de investimento coletivo* como valores mobiliários sujeitos ao poder da CVM.

Após sua criação, a Comissão de Valores Mobiliários ampliou o conceito legal de valores mobiliários a partir da edição de resoluções próprias, resultado da difusão de ofertas ao público de diversas modalidades de investimento.

Uma vez que o Banco Central do Brasil se opunha à ideia da criação de uma autarquia que regulasse os valores mobiliários<sup>28</sup>, o legislador foi praticamente compelido a elaborar uma lista dos valores mobiliários que estariam no campo de competência da CVM, permanecendo o Banco Central, portanto, com o remanescente dos valores mobiliários, competência hoje exercida pela Diretoria de Normas.

Resumidamente, o campo de atuação da CVM, com a edição da Lei n° 6.385, foi o seguinte:

- (i) Valores mobiliários expressamente mencionados na lei (entre ações, partes beneficiárias e debêntures), bem como o subproduto destes valores mobiliários, tais como bônus de subscrição e certificados de depósito;
- (ii) Valores mobiliários emitidos por sociedades por ações e cuja competência para regulação seja atribuída à CVM pelo Conselho Monetário Nacional; e
- (iii) Valores mobiliários não emitidos por sociedades por ações, mas cuja competência tenha sido atribuída à CVM por força de lei.

A mesma CVM, no exercício de sua competência, publicou Instrução n° 270, de 23.01.1998, e Instrução CVM n° 480, de 07.12.2009, as quais dispõem sobre a emissão e o registro dos valores mobiliários. Na primeira, a Comissão expressamente estipula que estes títulos somente podem ser emitidos por sociedades anônimas<sup>29</sup>.

Com a Lei n° 10.198 de 14.02.2001, a qual dispõe sobre a regulação, fiscalização e

---

<sup>28</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015. Tomo 1. p. 171.

<sup>29</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 270, de 23 de janeiro de 1998. *Artigo 1° - Somente poderão emitir títulos ou contratos de investimento coletivo para distribuição pública as sociedades constituídas sob a forma de sociedade anônima.*

supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, houve um aumento significativo da competência da Comissão de Valores Mobiliários.

No Processo CVM nº RJ2007/11.593, julgado em 22 de janeiro de 2008, o Diretor Marcos Pinto discorreu sobre o conceito de valor mobiliário, tendo o julgado se tornado justamente conhecido e utilizado como parâmetro para os demais casos, a partir da ideia de que

*o legislador de 1976 se viu diante de um dilema. Por um lado, sabia-se que a definição legal devia ser ampla, capaz de se adequar às constantes inovações e mutações do mercado. Por outro lado, ela também devia ser precisa, de modo a assegurar a previsibilidade necessária para que o mercado pudesse se desenvolver.*

*Em sua redação original, a Lei 6.385/76 resolveu este dilema da seguinte forma: primeiro, fixou uma lista exhaustiva dos valores mobiliários, garantindo assim a previsibilidade do sistema; segundo, conferiu ao Conselho Monetário Nacional competência para alterar esta lista, o que tornava o regime legal mais flexível.*

*Embora tenha obtido algum sucesso inicialmente, esta estratégia logo se mostrou inadequada, pois o mercado criava novos produtos de investimento com grande velocidade. Por isso foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 8 de janeiro de 1998, que procurou estabelecer um conceito amplo de "valor mobiliário", apto a abarcar praticamente todas as hipóteses de captação em massa da poupança popular.*

*Segundo o art. 1º desta medida provisória, constituem valores mobiliários quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

*Com a promulgação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, este conceito foi incorporado ao art. 2º da Lei nº 6.385/76. (grifo nosso).*

De uma maneira geral, e sintetizando o que foi abordado neste ponto do estudo, pode-se conceituar os valores mobiliários como sendo títulos de investimento que a sociedade anônima emite para obtenção dos recursos de que necessita.

## **2.2. Valores mobiliários de dívida**

A debênture, um dos principais valores de dívida hoje existentes, apesar de sua importância no atual mercado brasileiro e internacional, não representa a única hipótese de valor mobiliário de dívida disponível para o investidor e para a sociedade.

Como destacado anteriormente, a Lei nº 6.385/1976, responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários e pela criação da CVM, especificou, em seu artigo 2º, quais seriam as espécies de valores mobiliários.

Dessa forma, a referida norma prevê diversos outros tipos de títulos de crédito -e títulos de dívida – que não o objeto do presente estudo. Apesar disso, para fins de diferenciação, destacamos duas espécies de títulos de dívida que se assemelham às debêntures e representam, para as sociedades, alternativas para a captação de recursos por títulos de dívida, quais sejam as notas comerciais e as partes beneficiárias – esta última prevista na LSA<sup>30</sup>.

As notas comerciais são valores mobiliários previstos no inciso VI do art. 2º supracitado da Lei nº 6.638/1976 e acabam se assemelhando muito às debêntures, especialmente por ambas possuírem algumas características em comum, visto que as duas espécies representam títulos sem garantias reais ou fidejussórias. Além disso, ambas prescindem, para sua distribuição, de prévio registro na CVM.

Por outro lado, as debêntures e as notas comerciais possuem diferenças de fácil visualização. A primeira delas se dá no prazo do investimento – enquanto as debêntures são caracterizadas como investimentos de longo prazo, as notas promissórias comerciais possuíam, anteriormente, um prazo de vencimento mais curto<sup>31</sup>.

Entretanto, cumpre destacar que a Instrução Normativa nº 566/2015 da CVM aumentou o prazo de vencimento das notas promissórias para 360 dias - anteriormente, o prazo de prazo de vencimento das notas promissórias, contado a partir da data de sua emissão, era de até 180 dias, no máximo, quando emitidas por companhia fechada, e de até 360 dias, na hipótese de emissão por companhia aberta – o que reduz a diferença entre os institutos, ainda que de forma não muito significativa.

Art. 5º. O prazo de vencimento da nota promissória deve ser de no máximo 360 (trezentos e sessenta) dias a contar da data de sua emissão, havendo, obrigatoriamente, apenas uma data de vencimento por série.”

Além disso, no que tange ao valor para emissão, as notas possuem uma limitação que não ocorre com a debênture. Enquanto aquelas necessitam de um valor mínimo de R\$ 500.000,00

---

<sup>30</sup> Art. 46. A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados 'parte beneficiárias'.

<sup>31</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime jurídico das debêntures**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 62.

(quinhentos mil reais)<sup>32</sup>, esta não estão sujeitas a um montante específico.

Os dois títulos se diferenciam, também, na posição exercida em caso de falência da sociedade emissora. Nesse ponto, cumpre ressaltar que as notas se encontram no mesmo patamar dos créditos quirografários, ao passo que as debêntures ficam abaixo desse patamar e possuem preferência apenas em face dos acionistas.

Por derradeiro, como será explicitado em um momento posterior do presente trabalho, as debêntures são, no atual ordenamento brasileiro, restringidas às sociedades anônimas, impossibilitando sua emissão por sociedades limitadas, microempresas, empresas de pequeno porte e cooperativas.

Assim, as notas promissórias comerciais se apresentam como uma saída, principalmente para as limitadas, pois representam uma possibilidade de emissão de um título de dívida para essas sociedades.

As partes beneficiárias, diferentemente dos dois títulos discutidos acima, não estão previstas na Lei nº 6.385/1976, mas sim na LSA, especificamente nos artigos 46 a 51 – capítulo anterior ao das debêntures - com o seguinte texto: “Art. 46. A companhia poderá criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados ‘partes beneficiárias’”

Conceituando, trata-se de um título negociável, como os outros dois, mas emitido sem valor nominal e como um título “estranho ao capital”, o que, apesar de garantir direito a participação nos lucros anuais, o caracteriza tão somente como um simples título de dívida<sup>33</sup>.

Inegavelmente, assim como as notas comerciais, as partes beneficiárias representam uma alternativa às debêntures, visto que também possui suas diferenças com o instituto objeto do presente trabalho.

A principal diferença entre os dois títulos (partes beneficiárias e debêntures) se dá na

---

<sup>32</sup> Art. 2º. Para aplicação do disposto o artigo 1º desta Instrução, a distribuição deverá atender às seguintes condições: I – ter por objeto notas promissórias cujo valor nominal unitário seja, no mínimo, de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

<sup>33</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime jurídico das debêntures**. São Paulo: Almedina, 2016. p. 75.

própria contrapartida a ser realizada pela companhia. Enquanto as debêntures garantem ao investidor o pagamento do valor “principal” e de seu rendimento, nos termos da escritura emitida, as partes beneficiárias dependem do resultado ao término do exercício e, conseqüentemente, de variáveis como imposto e participações estatutárias.

Ou seja, enquanto a debênture é um título preciso, pois dá certeza de recebimento ao debenturista, as partes beneficiárias são consideradas pela doutrina como um título de retorno “eventual”, inexistindo garantia ao investidor<sup>34</sup>.

Entretanto, não se trata da única distinção entre esses valores mobiliários. Um ponto de suma importância é a vedação à emissão de partes beneficiárias por sociedades anônimas abertas, nos termos do art. 47, parágrafo único da LSA, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001<sup>35</sup>.

Além disso, a limitação nos lucros demonstra uma outra desvantagem das partes beneficiárias em face das debêntures. Nesse ponto, enquanto as debêntures não possuem qualquer limite de crédito aos beneficiários – pelo menos não expresso – o art. 46, §2º, da LSA determina que o crédito não pode passar de um décimo do lucro. Veja:

Art. 46. A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, determinados ‘partes beneficiárias’.  
(..)  
§2º A participação atribuída às partes beneficiárias, inclusive para formação de reserva para resgate, se houver, não ultrapassará 0,1 (um décimo) dos lucros.

Por fim, as duas se distinguem na possibilidade, ou não, de se criar mais de uma classe ou série do título. Enquanto o art. 46, § 4º da LSA veda a criação de mais classes ou séries de partes beneficiárias<sup>36</sup>, o art. 53 do mesmo texto legal permite mais de uma emissão de debênture e a sua divisão em série<sup>37</sup>

Por outro lado, as debêntures e as partes beneficiárias também possuem características

<sup>34</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 01. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 322-323

<sup>35</sup> Art. 47. *As partes beneficiárias poderão ser alienadas pela companhia, nas condições determinadas pelo estatuto ou pela assembleia-geral, ou atribuídas a fundadores, acionistas ou terceiros, como remuneração de serviços prestados à companhia. Parágrafo único. É vedado às companhias abertas emitir partes beneficiárias.*

<sup>36</sup> §4º *É proibida a criação de mais de uma classe ou série de partes beneficiárias.*

<sup>37</sup> Art. 53. *A companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries.*



que as aproximam. O art. 35, I, da Lei nº 4.595/1964 proíbe a emissão de ambas por instituições financeiras – apesar do parágrafo único do mesmo artigo permitir que as debêntures sejam emitidas por instituições que não tenham recebido depósito público, desde que com anuência do Banco Central.

De todo modo, como citado anteriormente, as partes beneficiárias e as notas comerciais são valores mobiliários muito utilizados no ordenamento brasileiro, sendo impossível buscar o conceito de debênture sem essa prévia distinção.

### 3. AS DEBÊNTURES

#### 3.1. Conceito

Antes de tudo, para conceituar as debêntures é importante realizar uma busca à origem etimológica da palavra. De acordo com Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto<sup>38</sup>, “debênture” é proveniente da utilização, em voz passiva, do verbo “*debeor*”, o qual significa “ser devido”. Posteriormente, ocorreu a derivação na língua inglesa para “*debentur*”, no mesmo sentido.

Do mesmo modo, destaca Nelson Eizirik<sup>39</sup> a procedência latina da palavra, sob a ótica de um direito creditório do titular contra a companhia emissora:

A palavra ‘debênture’, ainda que decorrente da prática financeira inglesa, é de procedência latina, designando o *devere*, a dívida pecuniária; trata-se a debênture de documento comprobatório de uma dívida da companhia. Assim, designa o direito de crédito de seu titular contra a companhia emissora, em razão de um empréstimo por ela contraído.

O surgimento das debêntures, pelo menos em caráter primitivo, se deu ainda na Idade Média, com a criação de uma obrigação do Estado em decorrência de uma contribuição para que determinados indivíduos financiassem alguns empreendimentos públicos. Com esses recursos, advindos diretamente dos cidadãos, era possível, principalmente, reduzir a cobrança de impostos.

No Brasil, por sua vez, a chegada da família real portuguesa possui forte ligação com os primeiros passos para a utilização de debêntures, visto que houve uma iniciativa para a circulação de riquezas no país, fomentando créditos e utilizando novas formas de movimentação financeira, que não o empréstimo público.

Durante o Império, se fez necessária a elaboração de um Código Comercial, pois era imperiosa a proteção ao crédito, como destaca Jorge Caldeira<sup>40</sup>. Dessa forma, em 1850, foi criado o referido texto legal, o que representava um avanço, mas ainda não trazia qualquer conceito de obrigação ou debêntures.

---

<sup>38</sup> PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. São Paulo: Saraiva, 1973, V. 3. p. 150.

<sup>39</sup> EIZIKIR, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil. 2015. V. 01. p. 353.

<sup>40</sup> CALDEIRA, Jorge. **A Nação Mercantilista**. São Paulo: Editora 34, 1999. p. 94.

Assim, a primeira norma brasileira a utilizar a palavra foi o Decreto n.º 8.821/1882, já no fim do período imperial, com um sentido bem genérico, conforme cita o autor Roberto Barcellos de Magalhães<sup>41</sup>: “Foi a ele impugnado como sinônimo de obrigações ao portador, significado que manteve em todas as nossas leis que versavam sobre a matéria até 1965”

Mas a sua utilização de forma concreta se deu apenas com a promulgação da Lei n.º 6.404/76 – LSA<sup>42</sup> e, posteriormente, com a criação da Comissão de Valores Mobiliários, responsável por regular esse mercado.

Historicamente, o conceito de debêntures leva a uma definição clássica baseada na teoria do mútuo<sup>43</sup>, sendo um título responsável pela comprovação da existência de um mútuo entre o debenturista e a companhia, originada pela emissão da obrigação<sup>44</sup>.

Com isso, em um momento inicial, é bem comum sua confusão com outros títulos, especialmente a nota promissória, tendo em vista que uma característica pertencente a ambos é a promessa de um futuro pagamento, sob a hipótese de uma declaração unilateral de vontade.

Entretanto, para alguns especialistas, a principal característica da debênture é a sua particularidade em relação às outras espécies. Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba<sup>45</sup> destaca que as debêntures são únicas, pois se trata de um “*título de massa*”, sempre emitidas em bloco e dependentes entre si, apesar de serem divididas e individualizadas – cada debênture funcionando como a fração de um grande mútuo.

Desse modo, tem-se o entendimento de que não é possível entender a debênture sem considerar a sua totalidade na emissão em série:

Quando se considera, porém, a totalidade da emissão ou série, que se compõe de vários títulos, o que ganha relevância é a integração desses títulos em uma série, dentro da qual todos os títulos são rigorosamente iguais em valor e direitos, do que decorre,

<sup>41</sup> MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. **LSA: Comentários por artigo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997, p. 343

<sup>42</sup> EIZIKIR, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil. 2015. v. 01, p. 353.

<sup>43</sup> PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes. **Aspectos Jurídicos da Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986. p. 33

<sup>44</sup> BORGES, João Eunápio. **Títulos de Crédito**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense. 1971, p. 07.

<sup>45</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. São Paulo: Atlas. 2015. p. 272.

por determinação legal, a configuração de uma comunhão de interesses entre os vários titulares desses papéis, todos credores, em iguais condições, de uma mesma empresa emissora.

No mesmo sentido, Modesto Carvalhosa<sup>46</sup> destaca que a inclusão das debêntures em títulos com natureza de mútuo comum não se faz correta. Pelo contrário, ainda que se considere como um contrato básico, não há um interesse apenas privado:

No entanto, não se coaduna totalmente a emissão debenturística às características do mútuo comum, na medida em que a escritura respectiva pode prever a emissão com deságio, o resgate, e demais cláusulas típicas dessa operação coletiva de crédito. É, portanto, negócio *sui generis* de mútuo, tal como regulado na lei de regência e na escritura de emissão. As regras impositivas, embora mutáveis, da escritura de emissão é que vinculam o título, como sua causa substancial, abrangendo os direitos dos debenturistas e os deveres da companhia emissora.

Ainda que possa ser qualificado como mútuo, o interesse nas debêntures não é apenas privado. As regras sobre debênture denotam a preocupação com o interesse público na sua criação, emissão, distribuição e extinção.

A debênture é, de acordo com entendimento doutrinário, valor mobiliário emitido por sociedades por ações e representativo de dívida, ou seja, assegura a seus detentores, os chamados *debenturistas*, o direito de crédito contra a companhia emissora do título. Em outras palavras, a debênture é título de crédito por meio da qual os debenturistas passam a deter crédito contra a companhia e buscam receber juros periódicos e pagamento do principal no vencimento, ou ainda mediante amortizações, de acordo com o que for estipulado na escritura de emissão. Para Otavio Yazbek<sup>47</sup>, é a modalidade de dívida mais comum hoje no Brasil.

Adicionalmente, são considerados valores mobiliários de renda fixa, podendo assegurar juros fixos ou variáveis, participação nos lucros e prêmios de reembolso. Cabe destacar que, de acordo com entendimento legal, apenas os títulos emitidos por companhias abertas registradas na CVM é que poderão ser distribuídos publicamente.

Sua emissão possui duas fases: a primeira, de emissão propriamente dita, em que ocorre a manifestação de vontade, por parte da companhia, que autorizará, mediante Assembleia Geral,

---

<sup>46</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Tratado de Direito Empresarial**: Sociedades Anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2016; v. 03, p. 394.

<sup>47</sup> YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2007. p. 154.

ou reunião do Conselho de Administração<sup>48</sup>, a emissão de debêntures, definindo suas condições e critérios; a segunda fase é a de subscrição, na qual os credores manifestam sua aceitação à oferta da companhia emissora, tornando-se, a partir deste momento, debenturistas e credores da companhia.

Neste sentido, é possível compreender que os titulares das debêntures são titulares de um direito de crédito contra a sociedade, crédito este que possui condições fixadas por um instrumento chamado *escritura de emissão*. Ali, são definidas as garantias a que os debenturistas têm direito, as épocas de vencimento das obrigações e todos os demais requisitos determinados pela Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 59.<sup>49</sup>

Dependendo da garantia ofertada aos seus titulares, as debêntures podem ser de quatro espécies diferentes: (i) com garantia real, em que ocorre a oneração de um bem; (ii) com garantia flutuante, tendo o debenturista privilégio real sobre determinado bem da Companhia; (iii) quirografária, concorrendo com os demais credores; e (iv) subordinada, ocorrendo preferência do titular apenas sobre os acionistas, em caso de falência. Além disso, podem as debêntures oferecerem a cláusula de conversibilidade em ações e podem ser nominativas ou escriturais.

O valor nominal de cada debênture é o que constitui a parcela do empréstimo assumido pela companhia, de maneira que, na data estipulada de vencimento, o titular de cada um destes títulos fará jus ao seu valor nominal, atualizado monetariamente e acrescido dos juros previstos na escritura de emissão, se esta assim prever.

Como outros títulos de crédito, as debêntures se extinguem com o advento do seu vencimento, ou antecipadamente, mediante resgate ou amortização integral dos títulos. Em qualquer dos casos, deverá a companhia que emitiu a debênture anotar em seus livros

---

<sup>48</sup> A emissão de debêntures é de competência privativa da Assembleia Geral de Acionistas. Entretanto, é possível que nas companhias abertas o Conselho de Administração delibere sobre o tema, se se tratar de debêntures **não conversíveis** em ações.

<sup>49</sup> BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Artigo 59 - A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: I - o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; II - o número e o valor nominal das debêntures; III - as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; IV - as condições da correção monetária, se houver; V - a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; VI - a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; VII - a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; VIII - o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.*

societários a extinção, mantendo-os arquivados até cinco anos a partir da data de vencimento.

É possível, ainda, emitir debêntures sem vencimento determinado. Neste caso, são chamadas de debêntures perpétuas. Seu vencimento se dará apenas nos casos de inadimplemento da obrigação de pagar os juros e em caso de dissolução da companhia, ou ainda alguma condição acordada entre as partes e que esteja prevista na escritura de emissão.

Em sentido amplo, a função precípua da debênture é a obtenção de recursos de médio e longo prazos, sendo uma alternativa a aumentos de capital. Dentre as vantagens da emissão, enumeram-se, de acordo com a B3<sup>50</sup>:

- (i) Captação de recursos para investimentos: surge como alternativa aos investimentos bancários, tendo a companhia maior espectro de investimentos em potencial.
- (ii) Reestruturação de passivos: as debêntures diminuem o custo médio das garantias, alongam os prazos para pagamento da dívida e adequam os prazos, pagamentos e vencimentos para o seu perfil;
- (iii) Flexibilidade do valor mobiliário: viabiliza a montagem de operações de médio e/ou longo prazo. As garantias, o prazo, a possibilidade de conversão em ações, remuneração e repactuação fazem com que seja instrumento de captação extremamente maleável.
- (iv) Agilidade na captação de recursos
- (v) Entrada no mercado financeiro.

A companhia é livre para emitir as debêntures, não podendo a CVM julgar a decisão econômica de uma sociedade e seus objetivos na aplicação dos recursos. Cabe ao mercado que observa esta companhia e que nela deseja investir avaliar as informações disponibilizadas e decidir, por conta própria, se possui interesse no investimento.

Por serem tão comumente vistas como alternativas a financiamentos bancários, as

---

<sup>50</sup> B3. Renda fixa privada e pública. Títulos Privados. Debêntures. Disponível em: <<http://b3.com.br>>. (Acesso em 14.11.2018)

debêntures colocam as companhias em contato direto com potenciais investidores, sejam eles brasileiros ou estrangeiros. Além disso, podem ser utilizadas para reestruturar seus passivos, financiar novos projetos e elevar o nível do capital de giro.

Diante de tantas vantagens oferecidas às sociedades anônimas, por que a aplicação subsidiária destes elementos não se faria possível por uma sociedade limitada, principalmente por esta também possuir dificuldades em reestruturar seus passivos e elevar seu capital de giro? Quais seriam os empecilhos a essa possível emissão?

### **3.2. Principais benefícios e desvantagens do instituto**

Como em qualquer investimento ou título, as debêntures possuem riscos e benefícios para todas as partes envolvidas. Entretanto, como citado anteriormente, trata-se de um dos valores mobiliários mais utilizados pelas companhias atualmente, o que demonstra a prevalência das vantagens sobre as desvantagens.

A primeira vantagem da emissão de debêntures está na baixa taxa de juros, visto que se trata de uma relação de mútuo com juros inferiores aos cobrados pelas instituições financeiras. Além disso, o prazo para pagamento é normalmente superior ao acordado em empréstimos tradicionais. É nesse sentido que disserta Nelson Eizirik<sup>51</sup>:

Atualmente, as debêntures constituem valores mobiliários de larga utilização por parte das companhias abertas no processo de captação de recursos do público investidor. Tal se deve ao adequado tratamento que foi conferido à sua regulação, contido na LSA e em alguns dispositivos da Lei nº 6.385/1976, assim como às vantagens econômicas que usualmente apresentam para a companhia emissora: taxa de juros inferiores às cobradas pelos bancos e maior prazo para pagamento do mútuo.

Outro ponto positivo da emissão de debêntures, em detrimento de títulos tradicionais, se dá na possibilidade de deduzir os juros como despesas, o que não é possível em pagamento de dividendos. Ademais, é possível garantir, no caso de debêntures simples (ou não conversíveis), o controle do quadro acionário, como ensina Modesto Carvalhosa<sup>52</sup>:

Ademais, se comparadas à manutenção de capital próprio (ações), as debêntures apresentam vantagem fiscal significativa, na medida em que os juros são dedutíveis

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson. **A LSA Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil. 2015. V. 01. p. 354.

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 708.

como despesas, o que não ocorre com os dividendos pagos. A dedução se faz da renda bruta, quando do cálculo da renda líquida.

Outra vantagem comparativa relaciona-se com a questão do equilíbrio do quadro acionário, e nele o controle, que não é afetado pela emissão de debêntures não conversíveis.

Em terceiro lugar, muito em consequência dos fatores supracitados, as debêntures dão à companhia uma possibilidade de planejamento de forma específica para atender às necessidades de cada empreendimento – fazendo com que seja possível a inclusão de cláusulas mais atrativas para os debenturistas<sup>53</sup>.

Para os detentores, por sua vez, as debêntures tendem a representar um excelente investimento a longo prazo. A um, pois o rendimento é, em regra, superior aos outros investimentos de renda fixa, como CDB e fundos. Em segundo lugar, pois a liquidez faz com que seja possível ter ideia de quanto renderá ao final.

O terceiro ponto, destacável apenas se o debenturista for pessoa física e investir em debêntures incentivadas, é a isenção no pagamento de Imposto de Renda – o que diferencia positivamente esse investimento de outros, como Tesouro Direto e Certificados de Depósito Bancário - CDB.

Por outro lado, é inegável que as debêntures carregam consigo algumas desvantagens, principalmente se considerado pela visão do investidor. Um importante ponto é o de que inexistente, nesse título de crédito, a possibilidade de proteção pelo Fundo Garantidor de Créditos, fazendo com que o debenturista fique em uma posição de vulnerabilidade frente às mudanças imprevisíveis, como falência da companhia.

Além disso, como explicitado anteriormente, as debêntures se caracterizam como um investimento de longo prazo e, apesar de oferecerem consideráveis vantagens, podem ser prejudiciais ao debenturista. Isto pois, dependendo da característica do investidor, a emissão de debênture pode não significar o melhor caminho, limitando a retirada do valor – a saída acaba sendo a venda desse título a um terceiro interessado.

No mesmo sentido, as companhias também devem considerar os pontos negativos da

---

<sup>53</sup> ARAÚJO, Aldem Johnston Barbosa; SOBRINHO, Adalgício de Barros Correia. **Um Olhar Sobre o Instituto das Debêntures**. Universidade Federal de Santa Catarina. p. 4.



emissão de debêntures, principalmente no que tange aos riscos de antecipação do resgate, visto que se trata de um investimento de longo prazo.

Dessa forma, alguns fatores, que podem ser inerentes à atuação da companhia ou independentes de seu desempenho, devem ser considerados no planejamento para emissão de debêntures. O primeiro deles é a possibilidade de, por não se demonstrar uma sociedade rentável, os investidores optarem pelo resgate dos valores, em contraponto à conversão em ações.

Ademais, como na maioria dos financiamentos e investimentos, é necessário verificar a liquidez do mercado e o seu conseqüente risco. Caso contrário, é possível que a companhia realize a emissão de diversas debêntures sem garantia de segurança jurídica.

Por fim, o descumprimento de obrigações, pela sociedade, pode levar à antecipação do vencimento das debêntures, o que, indiscutivelmente, causa um considerável prejuízo à companhia.

### **3.3. A legislação societária e a regulação pela Comissão de Valores Mobiliários**

A CVM tem adotado uma posição inovadora na edição de normas voltadas à facilitar o acesso ao mercado de capitais. A Instrução CVM 476 de 16 de janeiro de 2009 (“ICVM 476/09”) é exemplo deste exercício de abertura da autarquia ao mercado.

Registre-se que a ICVM 476/09 aumentou os questionamentos a respeito do assunto ao regulamentar as ofertas públicas de valores mobiliários de dívida – aqui inseridas as debêntures – distribuídas com esforços restritos. Em tais ofertas, além do registro ser dispensado perante a CVM, sua abrangência não foi limitada a nenhum tipo societário. A intenção era justamente reduzir os custos das ofertas públicas, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de capitais.

A mesma ICVM 476/09 dispensa de registro na CVM as ofertas públicas dirigidas a um

número restrito de investidores qualificados<sup>54</sup>, uma vez que poderão ser subscritas ou adquiridas somente por, no máximo, vinte investidores qualificados. Ocorre a permissão, ainda, para que os valores mobiliários ofertados sejam negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, ainda que o seu emissor não esteja registrado na CVM, mas desde que tal negociação seja restrita a investidores qualificados. Isto porque as dispensas de registro se aplicam justamente às hipóteses em que o registro é menos necessário, ou seja, naquelas ofertas e negociações entre investidores qualificados, que tem condições de avaliar as informações prestadas e riscos envolvidos.

A circulação dos títulos ofertados está sujeita, no entanto, a duas restrições: (i) um período de vedação à negociação por noventa dias; e (ii) negociação restrita a investidores qualificados. Essas restrições somente deixam de ser aplicáveis no caso de o emissor obter registro na CVM e apresentar à autarquia prospecto de acordo com a regulamentação aplicável.

Em maio de 2008, CVM realizou a audiência pública nº 05/2008 justamente para discutir a proposta definitiva da referida Instrução e, dentre outras matérias, discutir sobre a limitação de seu escopo à emissão de valores mobiliários somente por sociedades anônimas. O objetivo era ouvir a opinião do mercado acerca das questões formuladas pela CVM no edital da audiência pública.

O relatório de análise da audiência pública, elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, indica que “os participantes foram unânimes em afirmar que a instrução, uma vez em vigor, representará avanço significativo na regulação do mercado de capitais brasileiro, contribuindo para reduzir os custos das ofertas e facilitar o acesso ao mercado de valores mobiliários, especialmente por parte de emissores até então excluídos desse mercado.”

Um dos questionamentos trazidos pela CVM foi acerca da opinião do mercado a respeito

---

<sup>54</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Artigo 109 – Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

das vantagens e desvantagens de eventual limitação do alcance da referida instrução somente para as sociedades anônimas, ou seja, foi questionado o tipo societário dos emissores dos valores mobiliários.

Aqueles participantes favoráveis à limitação do escopo da instrução aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas se justificaram alegando que a Lei das Sociedades Anônimas, contempla uma série de regras com as quais os participantes do mercado e os investidores em geral já estão acostumados, tendo em vista o tempo de vigência da referida lei.

Por outro lado, alguns dos participantes manifestaram-se contrariamente à limitação do escopo da instrução somente às sociedades anônimas, tendo em vista que a exclusão das sociedades limitadas (e dos valores mobiliários por elas emitidos) impediria que grande parte das sociedades brasileiras, inclusive aquelas de médio e grande porte, não pudesse tirar proveito do mecanismo de captação de recursos que se pretende criar com a instrução, o que claramente contrariaria a intenção da CVM em facilitar o acesso ao mercado de capitais.

A CVM, por sua vez, disse entender que não estava convencida da necessidade de restringir as ofertas públicas com esforços restritos apenas às sociedades anônimas, ou a qualquer outro tipo societário. Assim, nenhum tipo societário ficaria vedado de emitir os valores mobiliários abrangidos pela ICVM 476/09. Ou seja, as sociedades limitadas estariam abarcadas pelas regras da ICVM 479/09, podendo, desta forma, emitir valores mobiliários.

A CVM foi ainda questionada quanto ao seu poder de polícia sobre o ofertante na hipótese destes serem organizados sob a forma de outro tipo societário que não a sociedade anônima, tendo respondido que o artigo 2º da Lei do Mercado de Capitais sujeita os emissores dos valores mobiliários ali descritos, bem como seus administradores e controladores, à mesma disciplina das companhias abertas. Desta forma, o tipo de organização societária seria irrelevante para se verificar a competência da CVM em fiscalizar, regulamentar e aplicar às sanções cabíveis.

Por fim, podemos citar também o artigo 5º da Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400/03”), que dispensa o registro da oferta pública formulada, dentre outros, por micro e pequenas empresas, que devem informar à CVM, previamente, sobre a dispensa do

registro da oferta que pretendem realizar. A referida ICVM 400/03 regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.

A utilização da dispensa de registro de que trata o parágrafo acima, para ofertas de valores mobiliários de uma mesma emissora, está limitada a R\$ 2.400.000,00 (dois milhões e quatrocentos mil reais) a cada período de doze meses.

#### 4. EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS

Como vimos acima, a emissão das debêntures, valor mobiliário representativo de dívida, é uma opção atrativa de financiamento para a sociedade, uma vez que podem beneficiar a companhia que possua necessidade de caixa. Isso porque, conforme já exposto, a emissão deste valor mobiliário representa uma alternativa à tomada de empréstimos bancários e à captação pública de recursos, ao mesmo tempo em que permite que o investidor não possua significativa ingerência na sociedade.

A sociedade limitada é hoje o tipo societário mais comum do país<sup>55</sup>. Conforme explicitado anteriormente, muitas delas possuem grande porte e uma estrutura muito similar às grandes companhias, mas preferiram se manter como limitadas em razão de sua estrutura mais simplificada. Isto significa, portanto, que estas sociedades possuem porte, capital e estrutura suficientes para realizar a emissão de debêntures.

De acordo com André Grunspun Pitta, a sociedade limitada é tradicionalmente qualificada como um tipo societário híbrido, onde ocorre o amálgama entre o elemento contratual e a limitação de responsabilidade de todos os sócios. Para Waldemar Ferreira, a limitada é “resultante do cruzamento da sociedade anônima com a sociedade em nome coletivo, conciliando o elemento pessoa, mercê da firma, com as vantagens da limitação de responsabilidade de todos os sócios”<sup>56</sup>.

Diante disso, entende-se que na sociedade limitada coexiste a natureza contratual das sociedades limitadas e a responsabilização limitada de todos os seus sócios. Esta coexistência, somada à uma estrutura orgânica e que determina o regime de cessão das participações societários dos sócios quando estes assim o quiserem, fazem com que a sociedade limitada possa transitar entre adotar feições mais pessoais, próprias do *intuitu personae*, ou institucionais, à semelhança das sociedades anônimas, a depender do conteúdo de seu ato constitutivo.

---

<sup>55</sup> A título exemplificativo, conforme dados disponibilizados pela Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro – JUCERJA, de um total de 41.019 sociedades empresárias constituídas em 2018, 18.714 foram sociedades limitadas, ou seja, aproximadamente 45,60%. Em 2012, foram constituídas 20.777 sociedades limitadas, em um total de 40.534 novos empresários (aproximadamente 51,25%). Disponível em: <[www.jucerja.rj.gov.br](http://www.jucerja.rj.gov.br)>, (Acesso em 07 de junho de 2019).

<sup>56</sup> FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedades mercantis**. 5ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Ed. Nacional de Direito, vol. 3 – Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada, 1958. p. 651.

Isso permite que a atividade empresarial possa ser exercida pelos sócios por meio de um tipo jurídico que outorga aos indivíduos todos os benefícios decorrentes da limitação de responsabilidade dos sócios em relação às suas obrigações sociais, sem a exigência de um modelo organizacional extremamente complexo característico de tipos societários mais robustos, como as sociedades anônimas.

O CC, ao estabelecer alguns requisitos organizacionais obrigatórios para as sociedades limitadas, acabou por engessar este tipo jurídico antes tão flexível, na medida em que dispôs sobre “inexplicáveis quóruns previstos no artigo 1.076 e do exacerbado formalismo no regime de tomada e aprovação das contas dos administradores previsto no artigo 1.078.<sup>57</sup>”

Não obstante, a predominância do *intuitu personae* ou do caráter contratual da sociedade limitada depende de escolhas a serem tomadas pelos seus sócios e administradores em relação a determinadas regras que lhes são impostas e que fazem parte do regime jurídicos destas sociedades, especialmente no que tange a: (i) cessão de participação societária; (ii) ingresso de sócios; (iii) estrutura administrativa; (iv) exclusão de sócios e/ou sua sucessão; e (v) dissolução da sociedade.

Neste sentido, apresentaremos agora os elementos que embasam a teoria de que as sociedades limitadas devem ser capazes de emitir debêntures. Serão analisados os aspectos legais da emissão, os projetos de lei que hoje tramitam na Câmara dos Deputados e no Senado Federal, os elementos necessários para que as sociedades limitadas possam emitir estes valores mobiliários, a posição da doutrina, exemplificação de institutos próprios das companhias e que já são utilizados pelas sociedades limitadas e, por fim, os argumentos contrários à emissão destes valores mobiliários de dívida.

#### **4.1. Argumentos favoráveis e contrários à emissão**

Diferentemente dos argumentos favoráveis à emissão de valores mobiliários de dívida

---

<sup>57</sup> PITTA, André Grünspun. **A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações**. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 519.

por sociedades limitadas, verificamos que a doutrina atual, em sua maioria, defende que as debêntures são valores mobiliários de emissão exclusiva por parte das sociedades anônimas e das sociedades comandita por ações, conforme disposto nos artigos 62<sup>58</sup> e 280<sup>59</sup> da LSA, a partir do argumento simplista de que os dispositivos se referem expressamente a “companhia”.

Tendo em vista o artigo 52 da Lei das Sociedades Anônimas, que disciplina as debêntures, a doutrina comercialista brasileira, capitaneada por José Edwaldo Tavares Borba, defende que a emissão desse título de dívida estaria restrita às sociedades anônimas e às sociedades em comandita por ações, sendo vedada a utilização das debêntures pelas sociedades limitadas<sup>60</sup>. Para o autor, “a sociedade que emitir debêntures, **que será necessariamente uma sociedade anônima ou em comandita por ações**, não poderá, enquanto pendente a obrigação, transformar-se em outros tipos societários.” (grifo nosso)

Nelson Abrão trata as debêntures como títulos de crédito, apresentando-se com garantia real ou fluante, à ordem ou ao portador. O doutrinador entende que “a debênture, no fundo, simboliza uma captação feita pela sociedade junto ao público, com mais vantagens do que o aporte financeiro bancário, dado o prazo de resgate, amortização, ou de conversão, sempre servindo de instrumento para facilitar sua atividade, gerando capital econômico condizente com sua necessidade.<sup>61</sup>”

Egberto Lacerda Teixeira<sup>62</sup>, por sua vez, expõe a existência de duas correntes na doutrina brasileira acerca da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas: (i) a

---

<sup>58</sup> Artigo 62. *Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: I - arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembleia-geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão; II - inscrição da escritura de emissão no registro do comércio; III - constituição das garantias reais, se for o caso. § 1º Os administradores da companhia respondem pelas perdas e danos causados à companhia ou a terceiros por infração deste artigo. § 2º O agente fiduciário e qualquer debenturista poderão promover os registros requeridos neste artigo e sanar as lacunas e irregularidades porventura existentes nos registros promovidos pelos administradores da companhia; neste caso, o oficial do registro notificará a administração da companhia para que lhe forneça as indicações e documentos necessários. § 3º Os aditamentos à escritura de emissão serão averbados nos mesmos registros. § 4º Os registros do comércio manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão.*

<sup>59</sup> Artigo 280. A sociedade em comandita por ações terá o capital dividido em ações e reger-se-á pelas normas relativas às companhias ou sociedades anônimas, sem prejuízo das modificações constantes deste Capítulo.

<sup>60</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005, p. 29.

<sup>61</sup> ABRÃO, Nelson. **Sociedades Limitadas**. 9ª ed., rev., ampl. e atual. conforme o Código Civil de 2002 por Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 119.

<sup>62</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada**. São Paulo: Max Limonard, 1956.

primeira defende que as sociedades por quotas podem perfeitamente se submeter a normas de fiscalização e publicidade de seus atos societários, da mesma forma que as sociedades por ações. Desta maneira, não haveria impedimentos para que sociedades de responsabilidade limitada pudessem emitir debêntures; e (ii) de outro lado, a segunda corrente defende que esse cenário não seria possível uma vez que o simples fato das sociedades limitadas virem a estabelecer a instalação de um conselho fiscal e exigir a publicação das atas de suas assembleias não as tornariam aptas a emitir debêntures.

Ao expor a fundamentação das referidas correntes, o professor opta por defender a última delas, ao dispor que:

O Decreto nº 177-A, de 1893, refere-se explícita e limitadamente às sociedades anônimas e somente após a promulgação da lei falimentar de 17 de dezembro de 1908 é que se equipararam a elas as sociedades comanditas por ações. Tivesse o legislador nacional o propósito de alegar o âmbito das sociedades autorizadas a emitir debêntures de modo a abranger as sociedades por quotas, e não teria deixado de aproveitar a oportunidade que lhe proporcionou o Decreto-lei nº 781, de 12 de outubro de 1938. [...] Não pode pois, diante de texto legal exposto, ampliar por disposição estatutária, uma faculdade que o legislador quis restrita.

Nas próprias palavras de Nelson Abrão, “a sociedade limitada, por sua própria natureza, não se destina a recorrer ao mercado de capitais, haurindo seus recursos em círculos privados, via de instituições financeiras, ou junto aos próprios sócios<sup>63</sup>”.

Valdemar Ferreira<sup>64</sup> é igualmente categórico ao negar a emissão e negociação de valores mobiliários por sociedades limitadas, distinguindo quotas sociais de ações, ao defender que

a sociedade por quotas fundamentalmente se diferencia da sociedade anônima, sociedade por ações e, por isso mesmo de capitais, na realidade, como na aparência, pelo seguinte: [...] III, o capital da anônima pode lançar-se à subscrição pública, o que é inadmissível quanto ao da por quotas; (...) VII, a parte beneficiária é título estranho ao capital, não se consentindo por lei à sociedade por quotas, mas tão-somente à anônima; VIII, a anônima frui vantagem de lançar empréstimo por via de debêntures ou de obrigações ao portador, que a lei não outorgou à sociedade por quotas.

Ao abordarem o tema à luz da emissão de debêntures por sociedades limitadas, os autores acima mencionados soam praticamente uníssonos quanto à sua impossibilidade, sem que disponham expressamente, porém, acerca da possibilidade, ou não, dessas sociedades emitirem

<sup>63</sup> ABRÃO, Nelson. **Sociedades Limitadas**. 9ª edição, rev., ampl. e atual. conforme o Código Civil de 2002 por Carlos Henrique Abrão, São Paulo, Saraiva, 2005, p. 116.

<sup>64</sup> FERREIRA, Valdemar. Tratado de direito comercial. São Paulo: 1961, p. 412 a 414.



outros títulos representativos de dívida.

#### 4.2. A aplicação supletiva da LSA às sociedades limitadas

Um dos elementos mais importantes para definir se a sociedade limitada foi constitutiva com o intuito personae ou intuito pecuniae é saber qual a lei supletiva que a rege em caso de omissão do Código Civil Brasileiro.

Conforme já discorremos anteriormente neste estudo, o legislador que elaborou o Decreto 3.708/19 decidiu por eleger como regime geral das sociedades contratuais aquele da sociedade simples, de maneira que os demais tipos societários deveriam ser estruturados a partir deste primeiro.

De acordo com Carvalhosa, a opção legislativa ao se decidir por essa supletividade foi problemática<sup>65</sup> na medida em que as sociedade simples são, tradicionalmente, tipos jurídicos utilizados para sociedades **não empresárias**, em que há uma responsabilidade ilimitada dos sócios, não sendo a opção mais adequada, portanto, para se utilizar como ponto de partida para o regramento das sociedades limitadas do Código Civil, o qual inclusive aproximou a estrutura orgânica das sociedade limitadas àquelas previstas para as sociedades por ações.

O Código Civil Brasileiro estabelece, no caput de seu artigo 1.053, que a omissão das disposições expressas no código e que regem as sociedades limitadas deverá ser sanada com a aplicação supletiva das normas das sociedades simples: “Art. 1.053. A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples.”

A solução utilizada é diversa daquela proposta pelo legislador em 1919, uma vez que o Decreto 3708/19 estabelecia o seguinte:

Art. 18. Serão observadas quanto às sociedades por quotas, de responsabilidade limitada, no que não for regulado no estatuto social, e na parte applicavel, as disposições da lei das sociedades anonymas.

Entretanto, o mesmo artigo 1.053 do Código Civil Brasileiro prevê, em seu parágrafo

---

<sup>65</sup> CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (Coord.). **Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1.052 a 1.195**. São Paulo: Saraiva, vol. 13, 2005. p. 517

único, que o contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima, reconhecendo a vontade dos sócios de, caso seja de interesse da sociedade, que ela se constitua com feições organizacionais e estruturais do tipo mais robusto de sociedade hoje existente, as sociedades por ações.

Entretanto, algumas problemáticas surgem quando da aplicação subsidiária das normas das sociedades por ações em disposições das sociedades limitadas. A mais importante nasce da opção legislativa em escolher o regime das sociedades simples como regra geral de aplicação às omissões do Código Civil Brasileiro.

É manifesto que a expressa menção à adoção supletiva da LSA não autoriza que as sociedades limitadas passem a ser regidas de forma completa e irrefletida pelas normas das sociedades por ações, ainda que haja previsão expressa em seu contrato social. A aplicação destas normas às sociedades limitadas não ocorre de forma automática. De acordo com o Pitta:

existem, reconhecidamente, regras da Lei das Sociedades por Ações que são inconciliáveis e incompatíveis com a natureza e estrutura da sociedade limitada, sendo inaplicáveis a esta última ainda que a regência supletiva contratualmente eleita seja a das sociedades por ações.

É importante destacar que a mera inserção, no contrato social da sociedade, de previsão de regência supletiva pelas LSA também pode ser problemática, uma vez que pode haver incompatibilidade do disposto em relação aos elementos e dispositivos das sociedades limitadas. Neste sentido, Gonçalves Neto<sup>66</sup> entende que é altamente recomendável indicar expressamente no documento constitutivo quais os institutos das sociedades limitadas que se pretende utilizar. O autor continua, compreendendo que

não basta o contrato social prever a aplicação supletiva da referida lei à limitada por ele criada. Uma previsão genérica traria mais problemas do que soluções na determinação dos pontos de aplicação. De fato, se é possível concluir que, de uma cláusula supletiva geral, aplica-se o procedimento de avaliação dos bens conferidos para a formação do aumento do capital social da sociedade limitada (Lei 6.404/1976, art. 8º), o mesmo já não ocorre na instituição de um conselho de administração. É que o conselho de administração, mesmo quando se trata de sociedade anônima, precisa estar previsto no contrato social, inclusive com regras que o particularizem (a respeito do número de conselheiros, substituições, representação de empregado etc.). Por isso, parece-me que o contrato social precisa deixar claramente estabelecido em que assunto deve ser aplicada a referida lei e, além disso, regular, complementarmente, os institutos do anonimato que incorpora à sociedade sobre que versa.

---

<sup>66</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1195 do Código Civil**. 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018. p. 389.

A partir disso, é possível depreender que existem algumas regras que norteiam as sociedades por ações e que se podem se mostrar incompatíveis com o regime jurídico das sociedades limitadas, quais sejam:

- (i) Constituição da sociedade;
- (ii) Direitos e obrigações dos sócios;
- (iii) Emissão de quotas sem valor nominal;
- (iv) Emissão de certificados de quotas;
- (v) Abertura do capital com apelo à poupança pública;
- (vi) Emissão de títulos estranhos ao capital social<sup>67</sup>.

Embora as regras existentes na LSA em relação à emissão de títulos estranhos ao capital social sejam entendidas como tradicionalmente incompatíveis com o regime jurídico das sociedades limitadas, principalmente no que tange às partes beneficiárias, bônus de subscrição e debêntures, este estudo busca mostrar que esta qualificação pode ser refutada em relação às debêntures, conforme exposto a seguir.

### **4.3. Compatibilidades entre a LSA e o regime jurídico das sociedades limitadas**

Como vimos anteriormente no capítulo 3, as debêntures são valores mobiliários que encontram respaldo legal no capítulo V da LSA, e que conferem aos seus titulares um direito de crédito contra a sociedade que emitiu este título de crédito, nas condições constantes da respectiva escritura de emissão e do respectivo certificado, se aplicável.

Diante deste contexto, a caracterização da debênture como um título de crédito<sup>68</sup> fica explícita, uma vez que esta possui como característica principal se tratar de uma obrigação creditícia assumida pela sociedade que a emitiu, constituindo um direito de crédito do seu titular

---

<sup>67</sup> CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (Coord.). **Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1.052 a 1.195.** São Paulo: Saraiva, vol. 13, 2005. p. 540.

<sup>68</sup> Embora o entendimento de que a debênture é um título de crédito seja pacífico, ela não apresenta algumas características que são tradicionais dos títulos de crédito. A sua cartularidade foi flexibilizada a partir da admissão de emissão da debênture em sua forma escritural, sem a necessidade de emissão do respectivo certificado. O requisito da literalidade também foi flexibilizado, uma vez que seu certificado e/ou registro prevê apenas determinados elementos essenciais expressamente previstos na LSA (CARVALHOSA, p. 540)

decorrente de dívida contraída pela sociedade emissora, o que torna a relação uma promessa de pagamento.

Por se configurar como promessa de pagamento, as debêntures acabam sendo tradicionalmente associadas à ideia de mútuo, uma vez que a sociedade emissora da cédula de debênture figura na posição de mutuária e os investidores se colocam na posição de mutuantes, titulares de frações de um crédito global, de acordo com a quantidade de debêntures de que são titulares. Por isso, é comum que as debêntures sejam caracterizadas como contratos de mútuo mercantil.

Entretanto, como assinala Carvalhosa, o mútuo não é a única causa de emissão de debêntures, sendo perfeitamente possível que as mesmas tenham diferentes origens, como, por exemplo, a partir de

novação ou mesmo de transação, consubstanciadas no pagamento de dívidas anteriormente assumidas, ou ainda de obrigações contratuais, cuja forma de pagamento é representada pela entrega de debêntures emitidas para esse fim. Pode ainda servir para liquidar a emissão de debêntures anteriormente lançadas<sup>69</sup>.

Importante destacar que este “mútuo” possui uma peculiaridade, qual seja o seu fracionamento, o que ajuda a formar, sob a ótica dos mutuantes, um conjunto de credores que se juntam em torno do interesse comum que passam a ter em decorrência desta posição jurídica que ocupam.

Deste modo, as debêntures configuram-se como importante instrumento de financiamento das sociedades empresárias, permitindo que estas possam captar recursos – aqui, na forma de dívida –, junto a um determinado grupo de indivíduos ou ao público em geral, podendo ter sua negociação feita em bolsas de valores e mercado de balcão, conferindo liquidez ao investimento realizado pelos *debenturistas*.

Uma vez que se trata de valor mobiliário de dívida, a debênture, via de regra, garante ao seu titular o pagamento de remuneração durante determinado prazo e o pagamento do principal

---

<sup>69</sup> CARVALHOSA, Modesto; AZEVEDO, Antonio Junqueira de (Coord.). **Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1.052 a 1.195**. São Paulo: Saraiva, vol. 13, 2005. p. 577.

no momento de seu regaste.

Eizirik vai além, entendendo que

não obstante estas seja características tradicionais de uma debênture, admite-se também a emissão das chamadas debêntures perpétuas, as quais caracterizam-se pela não vinculação de seu vencimento a um prazo determinado, isto é, a obrigação de adimplir o principal fica subordinado à condição suspensiva: a ocorrência ou do inadimplemento da obrigação de pagar juros ou da dissolução da companhia ou ainda de outras hipóteses expressamente previstas na Escritura de Emissão.

Cabe ressaltar que as debêntures também podem ser emitidas com cláusula de conversibilidade em participação no capital social da sociedade que emitiu as debêntures, assegurando ao seu investidor-titular a possibilidade de manter a debênture existindo até o momento de seu vencimento ou de passar da condição de credor à condição de sócio<sup>70</sup>. São as chamadas debêntures conversíveis.

A partir destas considerações, passaremos a analisar o tema principal deste estudo – a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas regidas supletivamente pela LSA, à luz da definição e da natureza jurídica desta espécie de título de crédito.

Para Tavares Borba, “o conceito de debênture aponta pois para a constituição de um débito, consubstanciado em um conjunto de títulos autônomos e iguais, emitidos em série, e de forma fracionada, representando, na sua totalidade, uma unidade jurídica.<sup>71</sup>”

Inicialmente, faz-se mister entender que a tomada de recursos de investidores, na forma de empréstimo, é operação financeira habitual na rotina de qualquer sociedade, seja para obtenção de capital de giro para financiar suas atividades, seja para promover investimentos necessários à ampliação de sua capacidade produtiva.

Não existe, expressamente, vedação alguma à emissão de títulos de crédito por sociedades limitadas, pelo contrário, trata-se de operação natural no exercício da atividade empresarial. Ninguém questiona a possibilidade de uma sociedade limitada emitir cheques, notas promissórias ou duplicatas. As sociedades são inclusive incentivadas a emitirem estes títulos,

<sup>70</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 513.

<sup>71</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 16.ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2018. p. 13.

de forma a darem continuidade ao curso de seus negócios.

A particularidade intrínseca das debêntures, qual seja sua possibilidade de fracionamento da dívida que representa, dívida esta que passa a ser coletivamente detida por uma coletividade de credores, não parece incompatível com a natureza ou a estrutura das sociedades limitadas, uma vez que não alteram a natureza jurídica da operação financeira, que nada mais é do que um empréstimo, apenas dando-lhe mais complexidade, uma vez que exige maior atenção na administração da comunhão dos interesses de todos os envolvidos.

Neste mesmo sentido, é possível perceber que a emissão das debêntures guarda semelhança com algumas outras estruturas de operações de financiamento, como mútuos revestidos de empréstimos sindicalizados<sup>72</sup>, nos quais existem diversas instituições financeiras que figuram como polo creditício, como credoras de parcela do montante global envolvido na operação, obrigação esta que poderia ser contraída por uma sociedade limitada, por meio da celebração do respectivo instrumento contratual aplicável.

Logo, é possível concluirmos que os questionamentos que são feitos acerca da possibilidade de emissão das debêntures por sociedades limitadas não decorrem de sua qualificação como título de crédito, nem tampouco em relação às particularidades de suas operações creditícias.

Os questionamentos focam exclusivamente em outro elemento inerente a este tipo específico de título de crédito, que é sua caracterização como valor mobiliário.

Como já vimos, as debêntures constituem valor mobiliário e estão sujeitas ao regime da Lei n° 6.385/76. Por ter vocação à distribuição pública e circulação em mercado, tem-se nas debêntures a possibilidade de captação de recursos, na forma de dívida, como mecanismos de financiamento da atividade empresária junto ao público em geral.

---

<sup>72</sup> PITTA, André Grünspun. **A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações**. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 524.

Tavares Borba, em razão do exposto, defende a impossibilidade da sociedade limitada, ainda que regida supletivamente pela LSA, emitir debêntures. Para ele, as regras que regulam as debêntures no Capítulo V da LSA seriam incompatíveis com as sociedades limitadas, uma vez que há a caracterização das debêntures como valores mobiliários, o que não se coaduna com as finalidades deste tipo societário:

Assim, uma série de institutos e de regras que são típicas da sociedade anônima afiguravam-se, como continuam a se afigurar, funcionalmente incompatíveis com a sociedade limitada. Esse era e é o caso de toda a matéria atinente a valores mobiliários, tais como ações, debêntures, partes beneficiárias, as quais, pela natureza de títulos-valores, a serem oferecidos à subscrição, não se coadunam com os fins e propósitos da sociedade limitada<sup>73</sup>.

Essa afirmação, entretanto, não merece prosperar, principalmente em razão da já comentada característica híbrida inerente às sociedades limitadas.

As sociedades limitadas possuem uma inegável e relativa plasticidade estrutural e organizacional. Logo, sua caracterização como sociedade *intuitu personae* ou *intuitu pecuniae* dependerá principalmente de escolhas a serem tomadas no momento de constituição da sociedade, podendo esta ser dotada de feições institucionais, à luz da estrutura disponível das sociedades ações, caso os sócios assim o queiram.

Assim, importa dizer que não nos parece coerente a afirmação de que a emissão de valores mobiliários é incompatível com a natureza da sociedade limitada, já que uma das principais características do tipo jurídico é justamente a possibilidade da adoção de feições institucionais para este tipo societário, feições estas que estão em completa harmonia com a captação pública de recursos.

Claro está, portanto, que qualquer vedação à emissão de debêntures – e de qualquer oferta ao público – por parte das sociedades limitadas é questão de política regulatória<sup>74</sup>, e não de incompatibilidade orgânica entre este tipo jurídico e o mercado de valores mobiliários.

Como observamos anteriormente, o artigo 2º da Lei nº 6.385/76, a qual confere amplos

<sup>73</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. 16.ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2018. p. 28-29.

<sup>74</sup> PITTA, André Grünspun. **A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações**. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 526.

poderes à CVM para expedir normas regulamentando a emissão de valores mobiliários, faculta à autarquia a opção de exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedades por ações<sup>75</sup>. Cabe ressalva, entretanto, ao fato de que, em qualquer hipótese, os emissores dos valores mobiliários, bem como seus administradores e/ou controladores, sujeitam-se à disciplina prevista na Lei nº 6.385/76 para as companhias abertas.

Em face do exposto, é possível compreendermos que não existe, portanto, nenhuma vedação expressa no diploma legal que impeça a emissão de valores mobiliários por parte de entidades constituídas sob outras formas que não a de sociedades por ações. A CVM, neste sentido, é quem definirá os termos e condições para esta emissão, não obstante a necessidade de registro perante a referida autarquia – ou até mesmo a dispensa de registro – das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários e de seus respectivos emissores<sup>76</sup>.

Resta claro, portanto, que a vedação à emissão de debêntures por sociedades limitadas é uma opção regulatória, tomada tendo em vista riscos decorrentes do engajamento deste tipo jurídico em operações desta natureza, haja vista suas peculiaridades estruturais e as características dos investidores que poderiam, eventualmente, subscrever ou adquirir títulos de sua emissão.

---

<sup>75</sup> Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. §1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>76</sup> Art. 19 – Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.



Em 2009, a CVM, se valendo de sua competência regulatória, editou a Instrução CVM nº 476, a qual dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos de colocação de determinadas espécies de valores mobiliários representativos de dívida (tem-se aqui as debêntures não conversíveis), com a dispensa automática do registro de oferta e do emissor perante a CVM, desde que a procura por investidores seja limitada a 50 investidores qualificados, e que a subscrição dos valores mobiliários ofertados seja limitada a 20 destes.

Quando da audiência pública para criação da instrução, a própria Comissão de Valores Mobiliários reconheceu que não apenas as sociedades por ações, mas também outros tipos societários – como as sociedades limitadas – e cooperativas, poderiam realizar ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos de colocação objeto da mesma, conforme trechos da Audiência Pública a seguir:

o parágrafo 1º do art. 1º da Minuta<sup>77</sup> estabelece uma lista taxativa dos valores mobiliários que poderão ser objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos, mas não traz uma lista equivalente que estabeleça a relação de emissores permitidos. Desta forma, em princípio, não só as sociedades por ações, mas também outros tipos societários, como as sociedades limitadas e cooperativas, poderiam oferecer ao público, mediante esforços restritos de distribuição, valores mobiliários de sua emissão.

No entanto, a CVM cogita limitar a possibilidade de realização dessas ofertas às sociedades por ações, tendo em vista que a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, contempla uma série de regras com as quais os agentes de mercado e investidores em geral já se acostumaram a contar depois de decorridos mais de 30 anos do início de sua vigência.

Após a manifestação pública, a autarquia decidiu por não limitar as disposições da hoje conhecida Instrução CVM nº 476/09. Ainda que a Instrução tenha possibilitado a emissão de algumas espécies de valores mobiliários, principalmente notas comerciais e cédulas de crédito bancário, pouco se tratou da possibilidade da sociedade limitada poder emitir debêntures da mesma maneira como já estipulado pela autarquia. Seguem trechos que relatam o discutido à época:

---

<sup>77</sup> Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas dos seguintes valores mobiliários: I – notas comerciais; II – cédulas de crédito bancário; III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações; IV – cotas de fundos de investimento fechados; e V – certificados de recebíveis imobiliários.

*Em sentido diverso, ABBI, ANDIMA, BMA, Itaú BBA, Levy Salomão, Lobo De Rizzo, RTM e SCBF manifestaram-se contrariamente à limitação do escopo da Minuta aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas. Entre as razões apresentadas, destaca-se a alegação de que a exclusão dos valores mobiliários emitidos por limitadas do escopo da Minuta impediria a maior parte das empresas brasileiras, inclusive empresas de médio e grande porte, de tirar proveito do mecanismo de captação que se pretende criar com a instrução, o que, evidentemente, contraria a intenção da CVM de facilitar o acesso ao mercado de capitais.*

(...)

*Considerando as manifestações recebidas, a SDM<sup>78</sup> não se convenceu da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários.*

Parece-nos contraditório poder afirmar que as sociedades limitadas podem emitir e ofertar notas comerciais e que a elas seja vedada a emissão de debêntures, tendo em vista que os argumentos utilizados para legitimar ou incompatibilizar a emissão das últimas ofertas seriam necessariamente empregados às primeiras, uma vez que se tratam de institutos compatíveis e semelhantes, com a mesma natureza jurídica e função econômica<sup>79</sup>.

Em face do exposto, compreendemos que a emissão e oferta pública de debêntures por sociedades limitadas é uma alternativa de financiamento para estas empresas, especialmente as que optam por gozar plenamente do caráter híbrido deste tipo jurídico, possuindo estrutura mais robusta, maior porte e feições *intuitu pecuniae*, adotando, para tanto, a regência supletiva da LSA

#### 4.4. Projetos de Lei

No contexto político e econômico atual, cada vez mais empreendedores buscam diversificar suas bases de financiamento, democratizando o acesso à poupança pública e ao mercado de capitais. Como reflexo das vontades sociais, atualmente tramitam nas casas legislativas cinco projetos de lei que, de alguma forma, tratam do tema da emissão de

<sup>78</sup> Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários.

<sup>79</sup> As diferenças entre as duas espécies de valores mobiliários repousam, essencialmente, no prazo da dívida por elas representadas e em sua estrutura. Borba entende que a nota comercial se aproxima das debêntures porque aquela também corresponde a uma promessa de pagamento emitida em série. A debênture, entretanto, é mais complexa, e adota variações ou condições livremente convencionadas pela emissora. A nota comercial nada mais é do que uma nota promissória que alcançou a condição de valor mobiliário. (cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 16.ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2018. p. 24). Cabe ressaltar que a emissão de notas comerciais por sociedades limitadas é pacificamente aceita, nos termos do art. 33 da Instrução CVM nº 480/09.

debêntures por outras sociedades além das sociedades por ações.

Em junho de 2011 foi apresentado ao plenário da Câmara dos Deputados, pelo Deputado Vicente Cândido, o Projeto de Lei nº 1.572/2011 (“PL 1.572/2011”), o qual pretendia instituir no ordenamento brasileiro novo Código Comercial.

Inicialmente, não havia, no projeto, previsão expressa da emissão das debêntures por sociedades limitadas. Em 2013, o deputado Alessandro Molon elabora a Emenda Substitutiva nº 192.

A emenda propôs a substituição do Projeto de Código Comercial para criação de uma lei específica sobre as sociedades limitadas. Ainda que a emenda faça com que deixem de ser tratadas questões importantes como regulamentação do agronegócio e direito marítimo, a proposta apresenta sugestões importantes como (i) qualificação do sócio pessoa-jurídica pela nacionalidade; (b) quotas preferenciais; (c) regime das sociedades dissolvidas pelo recurso de prazo; e, o que nos é mais importante, (d) admissão da emissão privada de debêntures por sociedades limitadas.

No substitutivo que seguiu para discussão, tem-se a seguinte anotação:

*II.2.192. Emenda no. 192. Rejeitamos a emenda pois visa substituir o Código por uma lei de sociedades limitadas. Todavia, as seguintes propostas são acolhidas no Substitutivo: incluir a “nacionalidade” entre os requisitos de qualificação do sócio pessoa jurídica no contrato social; disciplina das quotas preferenciais; alterar o regime das sociedades dissolvidas por decurso de prazo; e admitir a emissão privada de debêntures pelas limitadas.*

Com isso, o PL 1.572/2011 de instituição de novo Código Comercial passou a ser votado com a redação abaixo:

*Art. 203. A sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos titulares direito de crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado.*

*Parágrafo único. Será privada a emissão de debêntures pela sociedade limitada.*

Em 31 de janeiro de 2019 o projeto foi arquivado, nos termos do artigo 105 do Regimento

Interno da Câmara dos Deputados<sup>80</sup>.

Projeto de lei semelhante tramita no Senado Federal sob o n° 487 (“PLS 487/2013”). O PLS 487/2013 tem como objetivo alterar o código comercial e dividi-lo em três partes: I) Parte Geral, composta dos seguintes títulos: a) Do Direito Comercial; b) Da Pessoa do Empresário; c) Dos Bens e da Atividade do Empresário; d) Dos Fatos Jurídicos Empresariais; II) Parte Especial, que disciplina os seguintes temas: a) Das Sociedades; b) Das Obrigações dos Empresários; c) Do Agronegócio; d) Do Direito Comercial Marítimo; e) Do Processo Empresarial; III) Parte Complementar, que contém as disposições finais e transitórias.

Em seu artigo 279, o projeto prevê a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, nos termos abaixo:

*Art. 279. A sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos titulares direito de crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado.*

*Parágrafo único. Será privada a emissão de debêntures pela sociedade limitada.*

Diferentemente do o PL 1.572/2011, o PLS 487/2013 ainda está em trâmite no Senado Federal. Entretanto, cumpre ressaltar que, no dia 03 de janeiro de 2019, a Secretaria Legislativa do Senado Federal liberou o projeto para deliberação no Plenário, o qual, no momento, aguarda inclusão em Ordem do Dia.

Outro projeto em trâmite no Senado é o Projeto de Lei n° 11/2018 (“PLS 11/2018”), apresentado com o intuito de modificar o Código Civil para possibilitar que as sociedades limitadas, entre outros atos, emitam debêntures – inclusão do art. 1.054-B. A ver:

“Art. 1º A Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, passa a vigorar dos arts. 1.054-A, 1.054-B, 1.059-A e 1.065-A, com a seguinte redação:

(...)

‘Art. 1.054-B. A sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos titulares direito de crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

<sup>80</sup> Art. 105. Finda a legislatura, arquivar-se-ão todas as proposições que no seu decurso tenham sido submetidas à deliberação da Câmara e ainda se encontrem em tramitação, bem como as que abram crédito suplementar, com pareceres ou sem eles, salvo as: I - com pareceres favoráveis de todas as Comissões; II - já aprovadas em turno único, em primeiro ou segundo turno; III - que tenham tramitado pelo Senado, ou dele originárias; IV - de iniciativa popular; V - de iniciativa de outro Poder ou do Procurador-Geral da República. Parágrafo único. A proposição poderá ser desarquivada mediante requerimento do Autor, ou Autores, dentro dos primeiros cento e oitenta dias da primeira sessão legislativa ordinária da legislatura subsequente, retomando a tramitação desde o estágio em que se encontrava.

Parágrafo único. Será privada a emissão de debêntures pela sociedade limitada”

No momento, o projeto de lei está pronto para Pauta na Comissão, após apresentação de voto do Senador Antonio Anastasia, em 17 de maio de 2019, com voto favorável ao Projeto. É necessário, portanto, aguardar novas movimentações.

Em paralelo aos projetos apresentados para alteração no Código Comercial e no Código Civil, tramita na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 6.322/2013 (“PL 6322/13”), que visa alterar a LSA para incluir um parágrafo único em seu art. 52 e permitir, expressamente, a emissão de debêntures por sociedades limitadas, nos seguintes termos:

“Art. 1º. O artigo 52 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar acrescido do seguinte parágrafo único:

‘Art. 52.....

Parágrafo único. Semelhante faculdade é garantida à sociedade limitada, desde que observadas, no que couberem, as disposições deste Capítulo e a regulação aplicável”

Na exposição de motivos do PL 6322/13, o legislador destaca que a emissão de debêntures por sociedades limitadas representa um avanço no ordenamento jurídico brasileiro, indo “ao encontro de uma estrutura empresarial moderna e globalizada”.

Ademais, o legislador busca demonstrar que essa alteração poderia, acima de tudo, facilitar a atuação das empresas e possibilitar a busca por recursos financeiros sem o intermédio de instituições financeiras. Veja-se:

“Ora, se a intenção do Poder Executivo era a de dar ‘ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que mais se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições de mercado’, por que não garantir tal instrumento igualmente para as sociedades limitadas? Afinal, na lista de valores mobiliários que traz a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, há itens de emissão irrestrita quanto à natureza da sociedade. Provavelmente, esse foi o motivo que levou a CVM a fazer a declaração reproduzida anteriormente.

Do ponto de vista prático, a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas provê a esse grupo de pessoas jurídicas de direito privado acesso a recursos financeiros sem a necessidade de intervenção de bancos, captando-os diretamente dos investidores interessados”

Em 31 de janeiro de 2019, o PL 6322/13 foi arquivado pela segunda vez – já havia sido em 2015 – nos termos do art. 105 do Regimento Interno da Câmara dos Deputados. Entretanto, com fulcro no parágrafo único do mesmo dispositivo, foi solicitado o seu desarquivamento.

Dessa forma, no momento aguarda-se movimentação e posterior inclusão em Ordem.

Por fim, foi apresentado, em julho de 2012, um Projeto de Lei Complementar (“PLP 195/12”) com o intuito de possibilitar a emissão de debêntures por Microempresas e por Empresas de Pequeno Porte, alterando a Lei Complementar nº 123/2006.

Entretanto, em março de 2013 foi solicitado, pelo Deputado Otavio Leite (PSDB-RJ) o arquivamento do projeto, que foi deferido em seguida. Nesse sentido, o PLP 195/12 foi arquivado definitivamente.

## 5. A POSIÇÃO DAS JUNTAS COMERCIAIS

Recentemente, as Juntas Comerciais dos Estados de São Paulo e Rio de Janeiro enfrentaram o tema da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas. Em ambos os órgãos, foram rejeitados os pedidos de registro de atos societários que deliberavam a emissão das debêntures com base em argumentos pouco convincentes e contrários ao princípio da autonomia privada.

Em 26 de junho de 2012 a sessão plenária da Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP negou o pedido de arquivamento de uma escritura de emissão de debêntures lavrada por sociedade empresária limitada, a qual pretendia realizar a oferta<sup>81</sup> do valor mobiliário. O parecer da Procuradoria foi no seguinte sentido:

*Destacou que, embora haja divergência na interpretação pela doutrina, somente há previsão no âmbito das Sociedades Anônimas, razão pela qual entende que deveria haver regulamentação da matéria pela CVM. O vogal Ademar Fogaça Pereira questionou se o ato não seria válido entre as partes envolvidas. O D. Procurador destacou que, no âmbito do registro do comércio, entende que não é passível de arquivamento, diante de previsão legal. O vogal Rogério Aleixo Pereira externou opinião acompanhando a D. Procuradoria.*

Posição no mesmo sentido foi adotada pela Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro – JUCERJA no processo nº 07-2012/232000-0, no qual houve o pedido de arquivamento de Ata de Assembleia Geral de Quotistas da sociedade LOTUS AZUL INCORPORAÇÃO E EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE LTDA., realizada em 28.06/2012, e no qual foi proferida decisão no sentido de não aceitar o registro da escritura de emissão de debêntures criada por sociedade limitada.

O principal fundamento da decisão foi parecer da lavra da Procuradoria Regional, que concluiu pela impossibilidade de arquivamento do ato societário sob a justificativa de que a “sociedade limitada não se encontra legitimada para emissão de debêntures”<sup>82</sup>.

A falta da legitimidade do tipo societário encontraria base jurídica na interpretação literal

---

<sup>81</sup> Não é possível afirmar se a oferta era pública ou privada, uma vez que a sessão plenária não mencionou o número do protocolo do ato, maneira pela qual se poderia localizar o pedido de arquivamento e o inteiro teor do parecer da Procuradoria.

<sup>82</sup> Ata da Sessão Plenária da JUCESP nº 47/2012 (ordinária), de 26 de junho de 2012, p. 6.

do art. 52 da LSA, conforme trecho do parecer<sup>83</sup> abaixo:

Se, por um lado, não cabe à Junta Comercial indeferir o arquivamento de um ato societário com base em interpretações controvertidas, sem que exista previsão legal clara que fundamente a decisão, por outro lado, também não poderá arquivar um ato sem que estejam presentes os requisitos legais para tanto.

Trata-se, pois, dos dois lados da mesma moeda, que impede extrapolar a observância estrita da lei, seja para indeferir um ato sem base legal, seja para permitir o arquivamento de um ato que não preencha os requisitos da lei. Na clássica lição de Gusdesteu Pires, a Junta Comercial deve promover apenas uma “alimpação de nulidades”, não devendo, portanto, ingressar em questões controvertidas.

No caso, a Lei 6.404/76, ao prever a possibilidade de emissão de debêntures, foi expressa ao determinar que o título poderia ser emitida apenas pelas “companhias”, o que inclui exclusivamente as “sociedades anônimas” e as em “comandita por ações”.

Eis o teor do dispositivo raiz sobre o que embasa a emissão de debêntures.

“Art. 52. A Companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

Não há, portanto, dúvida de que a lei apenas atribuiu legitimação para a emissão das debêntures às sociedades anônimas e às em comandita por ações.

O referido parecer busca respaldo, ainda, em argumento de que os valores mobiliários listados na Lei nº 6.385/76 seriam “relacionados apenas a entidades de natureza institucional” o que, entendimento contrário, poderia levar à emissão de bônus de subscrição e opções de compra, além de outros valores mobiliários, pelas sociedades limitadas.

O parecer da JUCERJA ainda busca justificar a vedação ao arquivamento no fato de inexistir previsão expressa em lei autorizadora da emissão de debêntures por sociedades limitadas. Por se tratarem as debêntures de título de crédito, às sociedades limitadas seria aplicável o “princípio do formalismo”, com fulcro no artigo 887<sup>84</sup> do Código Civil Brasileiro, não vigorando o “princípio da liberdade” – autonomia da vontade privada.

A JUCERJA ainda destaca as posições de doutrinadores como José Edwaldo Tavares Borba e José Waldecy Lucena sobre o tema, no sentido de não admitir a emissão de debêntures

---

<sup>83</sup> Parecer emitido no atos do processo nº 07/2012/232000-0, em pedido de arquivamento realizado pela sociedade LOTUS AZUL INCORPORAÇÃO E EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS SPE LTDA. (NIRE 3320927664-6).

<sup>84</sup> Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.



por sociedades limitadas, em que pese Lucena reconhecer a existência de sistemas jurídicos estrangeiros<sup>85</sup> que permitem a emissão de debêntures por sociedades limitadas.

Ao final, a JUCERJA rebate os argumentos favoráveis à emissão, defendidos por Edison C. Fernandes e Valdir Carlos Pereira Filho, a partir da permissão contida da Instrução CVM 476, a qual admite que, a partir de oferta pública com esforços restritos, ocorra a emissão de certos valores mobiliários sem a necessidade de registro na CVM, uma vez que a instrução não prevê que o registro deve ser feito somente por sociedades anônimas.

Ainda que estes argumentos soem razoáveis, o direito privado nos guia para a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, ainda mais se os seus atos constitutivos determinarem a regência supletiva da LSA

Não há que se falar em falta de legitimação para a emissão de debêntures por sociedades limitadas. Como bem explicitou José de Oliveira Ascensão<sup>86</sup>, a prevalência da liberdade de criação de negócios atípicos, porque a isso se estende a autonomia privada. Desta maneira, a emissão de debêntures por sociedades limitadas se insere na atipicidade negocial que é admitida na autonomia privada, sujeitando-se às regras do negócio típico. Ainda, havendo a previsão de regência supletiva pela LSA no contrato social, o negócio deve ser caracterizado como típico, sujeitando-se às normas daquele diploma.

Outro argumento que não merece prosperar é o que de que o princípio da autonomia privada pode ser afastado. Este princípio não pode ser afastado sob o argumento de que as debêntures são títulos de crédito e, portanto, estariam sujeitas ao formalismo previsto no artigo 887 do Código Civil Brasileiro.

Destarte, cabe dizer que as debêntures são também valores mobiliários, como vimos anteriormente no capítulo 3. Em razão disso, não estariam sujeitas às regras do Código Civil Brasileiro no que se referem aos títulos de crédito, uma vez que possuem disciplina jurídica própria que foi fixada pelo legislador na LSA e na Lei 6.385/76.

---

<sup>85</sup> Portugal e Suíça permitem a emissão de debêntures por sociedades limitadas. Entretanto, a doutrina destes países não é unívoca em sua aceitação.

<sup>86</sup> ASCENSÃO, José de Oliveira. **Direito Civil. Teoria Geral. Relações e Situações Jurídicas**. Vol. 3. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 245.

Além do exposto, a LSA não exige qualidades jurídicas específicas para a emissão de títulos de crédito, mas sim capacidade jurídica do sujeito que contrair a obrigação. Esta capacidade em nada se relaciona com a forma do documento. Desta maneira, não prospera a alegação de que o princípio do formalismo dos títulos de crédito impediria a emissão das debêntures por sociedades limitadas. Como explicitou Ascarelli, “a emissão das obrigações está geralmente subordinada a uma disciplina especial”. Logo, não se deve sujeitar às debêntures à regra geral dos títulos de crédito.

Diante do exposto, é possível concluir que não existe vedação legal expressa à emissão de debêntures por sociedades limitadas, existindo, pelo contrário, previsão legal de aplicação supletiva da LSA pelas sociedades limitadas, e portanto, a clara possibilidade de se convencionar entre as partes a criação e emissão deste valor mobiliário de dívida.

Desta maneira, não cabe às Juntas Comerciais negar o arquivamento de atos societários que deliberem a escritura de emissão de debêntures por sociedades limitadas. Às Juntas Comerciais cabe o assentamento dos usos e práticas mercantis<sup>87</sup>, bem como o exame do cumprimento das formalidades legais dos atos, documentos e contratos levados a registro<sup>88</sup>, sempre sob a ótica do direito aplicável ao negócio jurídico.

Em face do exposto, em que pesem os argumentos das Procuradorias das Juntas Comerciais, é possível concluir que as debêntures podem ser criadas, emitidas e colocadas no mercado por meio de sociedades empresárias limitadas, tanto através de ofertas privadas como mediante ofertas públicas com esforços restritos.

---

<sup>87</sup> Lei 8.934/94. Art. 8º - Às Juntas Comerciais incumbe: (...) VI - o assentamento dos usos e práticas mercantis.

<sup>88</sup> Id. Art. 40 - Art. 40. Todo ato, documento ou instrumento apresentado a arquivamento será objeto de exame do cumprimento das formalidades legais pela junta comercial.

## CONCLUSÃO

O presente estudo se propôs a trazer à discussão a possibilidade de sociedades limitadas emitirem valores mobiliários de dívida – mais especialmente debêntures – como forma de financiar suas atividades e permitir o desenvolvimento de seus negócios. Ao longo deste trabalho foram apresentadas doutrinas, pareceres, projetos de lei, fundamentos jurídicos e jurisprudência de órgãos administrativos de modo a permitir a formação de uma opinião no sentido de autorizar as sociedades limitadas a emitirem debêntures.

O embasamento jurídico da aplicação subsidiária das normas que regem as sociedades anônimas nas sociedades limitadas tem origem no Decreto 3.708/19, mais especificamente em seu artigo 18, o qual prevê que “serão observadas quanto as sociedades por cotas de responsabilidade limitadas, no que não for regulado no estatuto social, e na parte aplicável, as disposições da lei das sociedades anônimas”. A doutrina clássica muito discutiu e divergiu sobre o assunto, desenvolvendo teorias acerca da aplicabilidade do artigo e os eventuais limites que deveriam ser impostos de modo a evitar a insegurança jurídica.

Nesse contexto, desenvolveu-se a controvérsia acerca da natureza jurídica das “sociedades por quotas de responsabilidade limitada”. Seriam elas sociedades com *intuitu personae* ou *intuitu pecuniae*? Haveria um caráter híbrido em sua natureza? Para boa parte dos doutrinadores clássicos, a natureza contratual das sociedades limitadas seria impeditiva o bastante para se negar a emissão de valores mobiliários por estas sociedades, na medida em que esta emissão violaria o caráter personalíssimo da sociedade, a qual se baseia no vínculo entre os seus sócios.

O Código Civil Brasileiro, atualmente, disciplina a supletividade da LSA pelas sociedades limitadas em seu artigo 1.053, parágrafo único. Aplica-se às sociedades limitadas, em regra, as disposições que disciplinam as sociedades simples, com a regência supletiva da Lei das Sociedades Anônimas apenas nas hipóteses em que houver expressa previsão no contrato social nesse sentido.

Ainda que o embasamento jurídico tenha sido alterada, permanece a lacuna legislativa no que diz respeito ao alcance da aplicação subsidiária das normas previstas na LSA pelas

sociedades limitadas: não há precisão legislativa dos limites desta aplicação supletiva; de quais os pontos que não devem ser interpretados de maneira ampla e da vedação em relação a determinados tipos de aplicação supletiva.

Desta forma, enquanto a lacuna legislativa persiste e a doutrina não consegue chegar a um consenso, permanece a controvérsia acerca da possibilidade de emissão de valores mobiliários de dívida (sobretudo de debêntures) por parte de sociedades limitadas, conforme a disciplina conferida ao tema no âmbito da LSA

Como pudemos verificar ao longo do presente estudo, para parte importante dos doutrinadores não seria possível a emissão de valores mobiliários de dívida por sociedades limitadas. Ao analisarem o artigo 52 da LSA de maneira simplista, chega-se à conclusão de que a emissão de debêntures não pode se dar pelas sociedades limitadas uma vez que o legislador optou por utilizar a nomenclatura “companhia”, sendo interpretada o artigo, portanto, como uma prerrogativa privativa das sociedades por ações.

É de conhecimento geral que o empresário, no exercício de sua atividade, necessita de recursos financeiro. As debêntures, nesse sentido, têm sido utilizadas para captação de recursos das sociedades anônimas, podendo, em alguns anos, superar até mesmo a emissão de ações. Por ter como característica uma baixa taxa de juros, a necessidade de financiamento e a busca por instrumentos financeiros mais rentáveis fizeram com que as debêntures se consolidassem no mercado de capitais, transferindo parte significativa dos recursos para o mercado da dívida e, desta forma, estimulando a economia nacional.

O mercado de capitais se apresenta como uma excelente alternativa para a captação de recursos pela sociedade, reduzindo a exposição de seu patrimônio às intempéries de financiamentos tradicionais, por meio da emissão de valores mobiliários que confirmam participação societária ou que sejam representativos de dívida.

Considerando a importância estratégica do financiamento por meio da emissão de títulos de dívida – para a sociedade e para o investidor – e inexistindo vedação legal expressa para que tal operação seja implementada por sociedades limitadas, o que tem impedido, na prática, a concretização da operação é a constante insegurança jurídica que circunda o tema.

A conclusão deste estudo é no sentido de considerar que a emissão das debêntures por sociedades limitadas pode servir para o atendimento das necessidades de capital destas sociedades, as quais muitas vezes possuem grande porte e estrutura organizacional que mais se assemelha às sociedades anônimas do que às limitadas, e que ficam restringidas, em virtude exclusivamente de seu tipo jurídico, aos recursos advindos das contribuições dos sócios e, muitas vezes, de empréstimos obtidos no mercado, cujas condições ocasionalmente são prejudiciais para o empresário e para sua atividade.

Recentemente, as Juntas Comerciais dos Estados de São Paulo e Rio de Janeiro enfrentaram o tema da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas. O principal fundamento é a falta de legitimidade da sociedade limitada para emissão de debêntures. Não existe vedação legal expressa à emissão de debêntures por sociedades limitadas, existindo, pelo contrário, previsão legal de aplicação supletiva da LSA pelas sociedades limitadas, e portanto, a clara possibilidade de se convencionar entre as partes a criação e emissão deste valor mobiliário de dívida.

Em síntese, é possível destacar que o mercado de capitais brasileiro tem se aberto às sociedades limitadas e à discussão acerca da emissão de valores mobiliários de dívida, ainda que o debate ocorra de maneira muito além da esperada e em uma velocidade que não condiz com as necessidades dos empresários.

Corroborando essa assertiva e se mostrando como espelho dos interesses dos empresários e investidores, tramitam hoje na Câmara dos Deputados e no Senado Federal projetos de lei para instituição de um novo Código Comercial e de alterações no Código Civil Brasileiro, apontando para uma mudança no cenário legislativo e econômico, e indo ao encontro do moderno, permitindo que a sociedade possa fazer aquilo a que se destina: desenvolver seus negócios.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. **Sociedades Limitadas**. 9ª ed., rev., ampl. e atual. conforme o Código Civil de 2002 por Carlos Henrique Aarão. São Paulo: Saraiva, 2005.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime jurídico das debêntures**. São Paulo: Almedina, 2016.

\_\_\_\_\_. **Quórum na Nova Sociedade Limitada**. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. São Paulo: Servanda, 2013.

\_\_\_\_\_. **Iniciação ao Estudo do Direito Mercantil**. Sorocaba: Minelli, 2007.

ASCENSÃO, José de Oliveira. **Direito Civil. Teoria Geral. Relações e Situações Jurídicas**. Vol. 3. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

ARAÚJO, Aldem Johnston Barbosa; SOBRINHO, Adalgício de Barros Correia. **Um Olhar Sobre o Instituto das Debêntures**. Universidade Federal de Santa Catarina, 2017.

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. (Org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais. Prefácio de Ary Oswaldo Mattos Filho**. São Paulo: Saraiva, 2015.

AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. (Coords.). **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 15ª ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Atlas, 2017.

\_\_\_\_\_. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2005.

\_\_\_\_\_. **Debêntures**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XVI. Nova Série. Vol. 26. São Paulo: RT, 1977.

BORGES, João Eunápio. **Títulos de Crédito**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense. 1971

BULGARELLI, Waldirio. **Sociedades, Empresa e Estabelecimento**. São Paulo: Atlas, 1980.

\_\_\_\_\_. **Manual das Sociedades Anônimas**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 1987.

BRASIL. **Lei nº 4.728**, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4728.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm)>

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm)>

\_\_\_\_\_. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm)>.

\_\_\_\_\_. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)>

CALDEIRA, Jorge. **A Nação Mercantilista**. São Paulo: Editora 34, 1999.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de Direito Comercial – Direito de Empresa**. 15ª ed. Rio de Janeiro: Saraiva, 2018.

CARVALHOSA, Modesto (Coord.). **Tratado de direito empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. Vol. 1. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

\_\_\_\_\_. AZEVEDO, Antonio Junqueira de (Coord.). **Comentários ao Código Civil: parte especial. Do Direito de Empresa. Da Sociedade Personificada – arts. 1.052 a 1.195**. São Paulo: Saraiva, vol. 13, 2005. p. 517

CASTRO, Marina Grimaldi. **Debêntures: forma de captação de recursos no mercado de capitais brasileiro**. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 476**, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>.

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>>

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial**. Estudos e Pareceres. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011

\_\_\_\_\_. GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de sociedades mercantis**. 5ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Ed. Nacional de Direito, vol. 3 – Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada, 1958.

\_\_\_\_\_. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: 1961.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de empresa: comentários aos artigos 966 a 1195 do Código Civil**. 8. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

Library of Congress: US Reports: S.E.C. v. Howey Co. Disponível em <<https://www.loc.gov/item/usrep328293>>

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (Coord.). **Direito das companhias**. 2.ed. atual. e reformulada. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

\_\_\_\_\_. **A LSA** Rio de Janeiro: Renovar, 2ª edição, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1980.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei**. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. **LSA: Comentários por artigo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997.

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial: empresa comercial, empresários individuais, microempresas, sociedades comerciais, fundo de comércio**. 33ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Bookseller, 2008.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures**. In: **Direito Empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.



PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. São Paulo: Saraiva, 1973, V. 3

PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes. **Aspectos Jurídicos da Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações**. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.

PITTA, André Grünspun. **A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações**. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 34<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

SILVA, De Plácido e. **Noções Práticas de Direito Comercial**. 12<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Forense Rio, 1965.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das Sociedades por Quotas de Responsabilidade Limitada**. São Paulo: Max Limonard, 1956.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2004.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.