

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

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES PELAS SOCIEDADES LIMITADAS
EMPRESÁRIAS: POSSIBILIDADE E VANTAGENS**

LUCAS DE AZEVEDO MASCARENHAS

RIO DE JANEIRO

2020.1

LUCAS DE AZEVEDO MASCARENHAS

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES PELAS SOCIEDADES LIMITADAS
EMPRESÁRIAS: POSSIBILIDADE E VANTAGENS**

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
2020.1

CIP - Catalogação na Publicação

Mascarenhas, Lucas de Azevedo
MM395e A emissão de debêntures pelas sociedades limitadas
empresárias: possibilidade e vantagens /
Lucas de Azevedo Mascarenhas -- Rio de Janeiro, 2020.
63f.

Orientador: Enzo Baiocchi.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional
de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

1. Direito societário. 2. Legislação. 3. Emissão de
debêntures. 4. Sociedades limitadas empresárias.
I. Baiocchi, Enzo, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a)
autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

LUCAS DE AZEVEDO MASCARENHAS

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES PELAS SOCIEDADES LIMITADAS
EMPRESÁRIAS: POSSIBILIDADE E VANTAGENS**

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: 12 de novembro de 2020.

Banca Examinadora:

Professor Dr. Enzo Baiocchi

Orientador

Professora Verônica Lagassi.

Membro da Banca

Aos meus avós maternos, que sempre me proporcionaram muitos ensinamentos para a vida e são uma inspiração para mim

AGRADECIMENTOS

Dedico este espaço a todos aqueles que participaram, de alguma forma, não só da minha formação acadêmica, mas também do início da minha formação profissional e, principalmente, no meu desenvolvimento como ser humano, que influenciou a minha decisão a fazer o curso de Direito.

Em primeiro lugar, agradeço aos meus avós, em especial Marly e Valdino, que sempre serviram de inspiração e incentivaram os meus estudos, com todo zelo, amor e carinho que um neto poderia desejar.

Agradeço também aos meus melhores amigos, meus pais, Cláudia e Roberto, que acompanharam toda a minha trajetória, estiveram ao meu lado nos melhores e nos piores momentos – porque um caminho não é feito só de vitórias e conquistas, mas também de muitas derrotas – e me ensinaram que são nesses piores momentos que precisamos ser mais resilientes.

Além dos meus avós e pais, preciso agradecer a todos os outros membros da família, cuja torcida ao longo de todos esses anos foi fundamental para atingir o momento no qual estou hoje.

Não poderia deixar de agradecer a todos os amigos que fiz ao longo da minha formação acadêmica, desde o ensino fundamental, no Colégio Militar do Rio de Janeiro, até as amizades que fiz na Faculdade Nacional de Direito. Sem dúvidas, esses anos de estudo teriam sido mais difíceis sem vocês.

Agradeço, ainda, a todos os docentes que me ensinaram ao longo da minha vida, em especial, aos da Faculdade Nacional de Direito e ao meu professor orientador, Professor Doutor Enzo Baiocchi. Obrigado por compartilharem, não só comigo, mas com todos os estudantes, um pouco do conhecimento de vocês, sempre com muito esmero e zelo, não só pelos alunos, mas também pelo ensino do nosso país.

Agradeço a todas as pessoas que conheci no início da minha formação profissional por meio do estágio, em especial, aos meus chefes que se tornaram grandes amigos, Letícia Rabello, Paula Lyrio e Caio Morais, os quais possibilitam o meu desenvolvimento profissional e o crescimento do meu interesse pelo mercado de capitais. Sem vocês, com certeza o tema desta monografia seria totalmente diferente.

Por fim, agradeço a todas as demais pessoas da sociedade brasileira, que contribuem com o ensino público de nosso país e, com isso, influenciam na vida de milhares de jovens brasileiros ao longo da vida.

RESUMO

A debênture é um dos principais instrumentos que os empresários utilizam para captação de recursos no mercado de capitais brasileiro e muito se discute sobre emissão de debêntures no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que, atualmente, a legislação prevê que apenas as sociedades constituídas sob a forma de ações podem emitir debêntures. Nesse sentido, o presente trabalho de conclusão de curso tem como principal objetivo analisar a forma de captação de recursos por meio da emissão de debêntures e estimular o pensamento crítico acerca de eventuais benefícios em relação à viabilidade da emissão de debêntures por outro tipo societário, as sociedades empresárias limitadas. Para isso, esta monografia analisa as previsões legais e o posicionamento da doutrina brasileira sobre tal assunto, de modo a aferir a viabilidade da emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias está estritamente relacionada à previsão legal, bem como analisar as respectivas vantagens ao mercado de capitais brasileiro.

Palavras - chave: Debêntures; Sociedade Limitada; Lei das Sociedades por Ações; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

The debenture is one of the main instruments that the entrepreneurs offer in the Brazilian debt capital markets for its business' fundraising and the issuance of debentures is a very discussed topic in the Brazilian Law since, nowadays, the Brazilian Law establishes that only the corporations constituted under the Brazilian Corporate Law could issue debentures. In this sense, this undergraduate thesis has the main objective to analyze the method of fundraising through the issuance of debentures and stimulate the critical thoughts about possible benefits from the issuance of debentures by a company constituted by other rule, the Limited Liability Companies. For that case, this paper analyzes the Brazilian Law as well as the Brazilian doctrine about this topic in order to affirm that the feasibility of the issuance of debentures by Limited Liability Companies is strictly connected with legal provisions and to analyze its respective advantages to the Brazilian debt capital markets.

Keywords: Debentures; Limited Liability Company; Brazilian Corporate Law; Capital Markets.

LISTA DE ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código ANBIMA	Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Estruturação, Coordenação e Distribuição de Ofertas Públicas de Valores Mobiliários e Ofertas Públicas de Aquisição de Valores Mobiliários
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CRAs	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto-Lei 3.708	Decreto nº 3.708, de 10 de janeiro de 1919
Instrução CVM 400	Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada
Instrução CVM 476	Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada
Instrução CVM 539	Instrução da CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada
JUCERJA	Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro
JUCESP	Junta Comercial do Estado de São Paulo
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
Lei 11.105	Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005
Lei 11.638	Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007
Lei 12.431	Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme alterada
Lei 13.874	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019
Lei 6.385	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada

Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei do Mercado de Capitais	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada
MME	Ministério de Minas e Energia
MP 881	Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019
PL 487	Projeto de Lei do Senado nº 487, de 23 de novembro de 2013
PL 2.646	Projeto de Lei nº 2.646, de 14 de maio de 2020
PL 3.324	Projeto de Lei nº 3.324, de 16 de junho de 2020
PL 6.322	Projeto de Lei nº 6.322, de 11 de setembro de 2013
Resolução 4.751	Resolução do CMN nº 4.751, de 26 de setembro de 2019
Sobeet	Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica
SPE	Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. UM PRIMEIRO OLHAR SOBRE AS DEBÊNTURES.....	8
2.1. Definições interligadas: o conceito e a natureza jurídica das debêntures	8
2.2. Debêntures: formas de emissão e suas espécies.....	13
2.2.1. As formas das ofertas de debêntures	13
2.2.1.1. Ofertas privadas de debêntures.....	14
2.2.1.2. Ofertas públicas de debêntures	15
2.3. As debêntures incentivadas	17
2.3.1. Debêntures de investimento.....	17
2.3.2. Debêntures de infraestrutura	19
2.4. As debêntures em relação às suas garantias.....	20
2.5. A conversibilidade das debêntures.....	22
3. VIABILIDADE DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES PELAS SOCIEDADES LIMITADAS EMPRESÁRIAS: POSICIONAMENTOS E ATOS NORMATIVOS RECENTES.....	24
3.1. O conceito de sociedade.....	24
3.1.1. A sociedade limitada	25
3.1.2. As sociedades por ações	27
3.2. Seria possível a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias?..	33
3.3. Os posicionamentos das juntas comerciais e da CVM	37
4. UMA POSSIBILIDADE PARA O FUTURO? OS PROJETOS DE LEI RECENTES	41
4.1. O Projeto de Lei do Senado nº 487, de 23 de novembro de 2013 (“PL 487”).....	41
4.2. O Projeto de Lei nº 6.322, 11 de setembro de 2013 (“PL 6.322”)	43
4.3. A MP 881 e o PL 3.324	44
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	46

1. INTRODUÇÃO

Necessidade e desejo. Esse é o par de hélices que incentiva toda uma sociedade a elaborar novas técnicas, aprimorar o conhecimento científico e explorar as mais diversas atividades em prol de seu desenvolvimento. Se, desde a Antiguidade, a prática comercial já existia como o principal meio de acúmulo de riquezas e obtenção de lucro pelo ser humano, atualmente, o grande fluxo financeiro, em conjunto com o nível da tecnologia global, proporciona uma intensa sofisticação às relações comerciais.

Embora essa sofisticação tenha se aprimorado lentamente, com o decorrer do tempo, tal fato ocasionou o surgimento do Direito Comercial, que continua em constante evolução. No direito comercial brasileiro, a figura do empresário é constituída por aquele que possui a iniciativa de organizar uma atividade econômica de produção ou circulação de bens ou serviços¹ visando ao lucro, de modo que a referida atividade pode ser exercida individualmente, pela própria pessoa física, ou, para facilitar a alcançar o objetivo do lucro, por sociedades empresárias com personalidade jurídica, constituídas pela união de vontade das pessoas.

Nesse contexto hodierno, a busca pela obtenção do lucro pode ser observada tanto na exploração direta das atividades dos mais diversos setores econômicos, principalmente pelas sociedades empresárias com personalidade jurídica - que são subdivididas em sociedades limitadas empresárias ou sociedades por ações - como em outros meios adotados pelos agentes econômicos.

Visto isso, é possível destacar que o melhor exemplo de um movimento cíclico da economia em relação ao objetivo do lucro são os empréstimos, uma vez que uma das partes irá obter ganhos financeiros por meio do recebimento de juros até o vencimento da dívida, enquanto a outra parte irá se beneficiar com a obtenção de recursos financeiros imediatos para investimentos na sua respectiva atividade econômica.

¹ Código Civil: “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica para a produção de bens ou de serviços”.

Sabe-se que, em um aspecto global, a contratação de empréstimos representa um ponto essencial da estratégia de muitos empresários. Isso ocorre porque, em sua grande maioria, os recursos decorrentes desses empréstimos são destinados à concretização do meio de exploração da atividade empresarial, visto que esses recursos podem ser utilizados, por exemplo, para a quitação de dívidas anteriores ou para aquisição de projetos ou investimentos em grandes obras de infraestrutura, como construções de linhas de transmissão de energia, aeroportos, rodovias, estabelecimentos de geração de energia, sistemas de saneamento e transporte de materiais, como os gasodutos, e outros que também necessitam de um grande volume de capital, o que pode atingir o patamar de bilhões de reais em alguns casos.

Considerando o aspecto nacional, o estudo de mercado de dívidas realizado pela CVM, indica que o Brasil é um dos maiores mercados emergentes de renda fixa corporativa com base na relação percentual entre o volume total de dívidas contratadas e o produto interno bruto de cada país.² E apesar de o financiamento das sociedades brasileiras ainda depender fortemente do crédito bancário, o mercado de capitais brasileiro tem aumentado sua participação em financiamento em detrimento dos créditos decorrentes de dívidas bancárias e recursos provenientes de empréstimos do BNDES.

Nesse diapasão, considerando o cenário financeiro ordinário das últimas décadas, deve-se mencionar que as instituições financeiras capazes de oferecer aos empresários os recursos necessários para as construções desses projetos possuem taxas de juros muito elevadas quando comparadas às taxas de juros de outras formas de captação de recursos. Além disso, os prazos para pagamento da dívida perante essas instituições não costumam ser muito longos, de modo que, muitas vezes, o empréstimo oferecido por tais instituições não representa a melhor opção para o balanço contábil do empresário.

² Comissão de Valores Mobiliários, Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. São Paulo, 2019, p. 18. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190411-1.html>. Acesso em: 13 de março de 2020.

Cabe ressaltar que, segundo uma pesquisa realizada pela Sobeet, divulgada por uma revista de grande circulação, ao longo dos anos de 2010 até 2018, o investimento privado em infraestrutura no Brasil cresceu em torno de 43% se comparado com os períodos de apuração anteriores.³

Dessa forma, devido ao contexto econômico brasileiro, o empresário, que para a presente monografia será entendido como as sociedades limitadas empresárias ou as sociedades por ações, recorre a outras formas de captação de recursos, como a busca de financiamento no mercado financeiro nacional, motivado por diversos benefícios, como taxas de juros mais baixas e prazos de pagamento mais longos. Nesse viés, uma forma de captação que merece destaque para os diversos projetos a serem implementados ocorre mediante o acesso ao mercado de capitais brasileiro por meio de emissões de debêntures, uma espécie de valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas.

Além dos benefícios mencionados acima, muitas vezes a captação de recursos ocorre por meio da emissão de debêntures, uma vez que há isenção do IOF nas operações realizadas no âmbito do mercado de capitais. Cabe destacar que, segundo estudo sobre mercado de dívidas corporativas no Brasil, divulgado pela CVM, os papéis de renda fixa mais comuns no mercado de capitais brasileiros são as debêntures, as notas promissórias, os CRAs e os CRIs, sendo que esses títulos representaram 76% do volume total emitido no mercado de capitais brasileiro entre os anos de 2014 e 2018. Visto isso, ainda se destaca que as emissões de debêntures, nos anos de 2017 e 2018, tiveram crescimento em relação ao volume total emitido com uma taxa média anual de crescimento de 17%⁴.

Ainda, segundo relatório divulgado pela ANBIMA, ao longo do ano de 2019, foram realizadas 372 operações de emissão de debêntures, no âmbito do mercado de capitais brasileiro, e que, em conjunto, captaram cerca de 184.667 (em milhões de reais), o maior montante total

³ ESTADÃO CONTEÚDO. Estrangeiros respondem por 70% do investimento em infraestrutura no Brasil. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/estrangeiros-respondem-por-70-do-investimento-em-infraestrutura-no-brasil/>. Acesso em: 08 de maio de 2019

⁴ Comissão de Valores Mobiliários, Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. São Paulo, 2019, pp. 21-22. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190411-1.html>. Acesso em: 13 de março de 2020.

arrecadado em operações no mercado de capitais desde 2014. Conforme o referido relatório, esse valor corresponde a, aproximadamente, 42,72% do montante total captado por meio operações realizadas no mercado de capitais brasileiro no ano de 2019⁵.

Outro fato que merece destaque e que também consta do relatório do mercado de capitais divulgado pela ANBIMA é que, ao longo deste ano, apesar do cenário global de incertezas em relação a investimentos em razão das consequências econômicas ocasionadas pela pandemia da COVID-19, até o mês de setembro de 2020, foram realizadas 184 emissões de debêntures no mercado de capitais e que envolveram o montante total de 73.463 (em milhões de reais). Assim como nos anos anteriores, essa quantia corresponde a maior parcela do volume das operações realizadas no mercado de capitais, representando, aproximadamente, 31% do total dos recursos captados.⁶

Diante disso, nota-se que as emissões de debêntures, além de possuírem a maior representatividade no mercado de capitais, tanto em relação ao número de operações realizadas, como no total dos recursos captados, possuem uma taxa de aumento ao longo dos últimos anos e ainda com perspectivas positivas em relação a esse crescimento.

Desse modo, considerando a importância das emissões para a estratégia do empresário em relação às dívidas corporativas, outro ponto positivo que deve ser mencionado em relação às emissões de debêntures é o fato de elas não possuírem prazos máximos, ao contrário de outras modalidades de empréstimos, como as notas promissórias. Esse fator tende a ser favorável ao gerenciamento da dívida do empresário, já que o retorno financeiro de alguns projetos de investimento possui qualquer expectativa após muitos anos.

Adicionalmente, deve-se destacar que a emissão de debêntures permite que a integralização do valor da dívida ocorra em mais de uma data, caso tal fato esteja previsto no instrumento

⁵ ANBIMA. Mercado de capitais registra volume de R\$ 236,9 bilhões até setembro. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/integra.htm. Acesso em: 19 de outubro de 2020.

⁶ _____. Acesso em: 19 de outubro de 2020.

responsável por formalizar essa operação, a escritura de emissão de debêntures. Dessa forma, o emissor terá uma maior flexibilidade na contratação da dívida e, conseqüentemente, um maior controle em relação a sua estratégia financeira.

Não obstante essas características, a emissão de debêntures não é apenas benéfica para aqueles que almejam a contratação de dívidas. As debêntures também são atrativas para os investidores, pois representam uma nova forma de investimento e, desse modo, possibilitam uma maior diversificação na carteira de investimentos de qualquer indivíduo.

Outro ponto benéfico para os investidores consiste no fato que o investimento em debêntures pode proporcionar taxas de juros mais elevadas em relação aos demais investimentos. Além disso, os investidores podem obter isenção do imposto de renda sobre os rendimentos auferidos na hipótese de investimentos em debêntures incentivadas, isto é, aquelas cuja destinação dos recursos é vinculada a um projeto de infraestrutura enquadrado como prioritário pelo ministério competente sobre o referido projeto, nos termos da Lei 12.431.

Nesse viés, nota-se que a emissão de debêntures é uma estratégia benéfica tanto para aqueles que desejam angariar recursos para suas atividades, como também para os investidores que pretendem diversificar seus investimentos.

Todavia, se, sob o ponto de vista econômico as emissões de debêntures possuem um consenso consolidado a seu respeito, o mesmo não pode ser mencionado em relação ao seu âmbito jurídico. Isso ocorre porque, embora alguns doutrinadores defendam a possibilidade da emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias, todo o seu aspecto jurídico possui respaldo na legislação específica das sociedades por ações, a Lei das S.A. Destaca-se ainda que a CVM já se manifestou contrariamente à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias, uma vez que o regime jurídico seria incompatível em relação a tais sociedades.

Dessa forma, o presente trabalho possui justamente a intenção de realizar uma análise crítica sobre o posicionamento da CVM acima apresentado, tendo em vista que, apesar da referida

manifestação, ainda persiste, no Brasil, uma grande discussão doutrinária e controversa sobre esse assunto com múltiplas defesas, visando a reforçar a reflexão e o debate sobre o assunto.

Cabe ainda mencionar que outro elemento que defende a importância do presente estudo em relação a essa discussão consiste no fato de que a maioria das pessoas jurídicas brasileiras são constituídas sob a forma de sociedades limitadas empresárias. Adicionalmente, muitas sociedades limitadas empresárias possuem um capital social maior que diversas sociedades por ações, podendo-se destacar sociedades de marcas conhecidas como a Nike, de modo que a emissão de debêntures por essas sociedades limitadas empresárias não tem expectativas de proporcionar riscos de crédito ao mercado de capitais brasileiro maiores que as emissões dos valores mobiliários pelas sociedades por ações, mas sim uma maior gama de opções de investimentos.

Afinal, quais seriam as razões práticas a justificar a vedação da emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias? Caso a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias fosse permitida, não poderia proporcionar inúmeros benefícios ao desenvolvimento nacional e à economia brasileira? Considerando todos os modos distintos pelos quais uma emissão de debêntures pode ocorrer, será que nenhum deles poderia ser aplicável e permitido às sociedades limitadas empresárias?

Nesse sentido, a presente monografia possui como objetivo principal traçar uma linha de pensamento sobre a possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias, considerando o direito positivado no ordenamento jurídico brasileiro, em conjunto com o âmbito prático das emissões e com as discussões recentes sobre o assunto. Desse modo, ao longo do presente trabalho serão abordados os seguintes tópicos: (i) a identificação das espécies e formas de emissão de debêntures; (ii) a análise acerca da regulação da CVM no mercado de capitais à luz das discussões doutrinárias sobre o assunto; e (iii) a abordagem dos projetos de lei recentes em tramitação nos órgãos legislativos brasileiros acerca da possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias.

A metodologia de pesquisa utilizada será o método hipotético-dedutivo, uma vez que a presente monografia analisará, inicialmente, o contexto global teórico sobre o assunto, o qual será

seguido de um aprofundamento dedutivo com o intuito de verificar os pontos mencionados acima, sendo que o referido estudo se baseou em leis, jurisprudências, doutrinas e pesquisas sobre o tema. Neste viés, foi realizada pesquisa bibliográfica e documental nas diversas fontes de informação, incluindo, mas não se limitando a livros, artigos, periódicos e outros trabalhos resultado de estudos, objeto de publicações, bem como as próprias instruções normativas e decisões emanadas pela CVM.

2. UM PRIMEIRO OLHAR SOBRE AS DEBÊNTURES

2.1. Definições interligadas: o conceito e a natureza jurídica das debêntures

Antes de abordar especificamente o tema da possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias, é necessário proporcionar todas as ferramentas e informações possíveis a fim de ampliar o pensamento crítico e respectivas análises próprias em relação ao tema em questão.

Pode-se afirmar que todo o pensamento doutrinário de outrora é influenciado pela evolução dos estudos acerca da natureza jurídica das debêntures. Nesse sentido, deve-se destacar que a definição clássica, referente à teoria do mútuo, considera as debêntures como um documento comprobatório da existência da relação de um empréstimo decorrente da relação de débito e crédito originada com a emissão da obrigação.⁷ Isso ocorre porque a teoria do mútuo consagra a ideia de que os debenturistas são credores da companhia responsável pela emissão dos referidos títulos, possuindo, de tal modo, apenas um direito de crédito, o que faz com que eles não adquiram a qualidade de sócio, ao contrário dos detentores das ações das sociedades anônimas⁸.

Apesar de os primeiros conceitos que surgiram na doutrina sobre as debêntures preverem a ideia de uma relação bilateral, isto é, possuindo características de um contrato de mútuo, deve-se destacar que esse conceito não permaneceu inalterado. Atualmente, as debêntures estão previstas na legislação específica que regula as sociedades anônimas, a Lei das S.A., como títulos de crédito. Todavia, algumas divergências em relação à definição do conceito e da natureza jurídica das debêntures ainda prevalecem na doutrina, e como será explicitado mais detalhadamente abaixo, elas podem ser consideradas tanto como títulos de crédito como valores mobiliários de acordo com cada corrente teórica.

⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*. 2ª Edição. São Paulo. Ed. Almedina, 2016, p. 50.

⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 51.

O entendimento das debêntures como títulos de crédito decorre da previsão expressa da própria Lei das S.A. que, em seu artigo 52, prevê que os titulares das debêntures possuem um direito de crédito em face da companhia emissora⁹. Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho estabelece que as debêntures podem ser consideradas uma das espécies de valores mobiliários que conferem direito de crédito, por parte de seu detentor, perante a sociedade por ações que as emitiu, nas condições constantes de seu certificado, conforme aplicável, e da escritura de emissão¹⁰.

Aliado ao pensamento acima ainda há outros autores, como Francisco José Pinheiro Guimarães¹¹, defendem que “a debênture é valor mobiliário que incorpora obrigação pecuniária com as características de cartularidade, literalidade, autonomia e abstração próprios dos títulos de crédito”.

Insta salientar que a característica da cartularidade está relacionada ao fato do título de crédito necessariamente estar materializado em um documento detido pelo seu titular. Nesse sentido, como ressalta Fábio Ulhoa Coelho¹², “somente quem exhibe a cártula (isto é, o papel em que se lançaram os atos cambiários constitutivos de crédito) pode pretender a satisfação de uma pretensão relativamente ao direito documentado pelo título”.

Por sua vez, a característica da literalidade estabelece que apenas os fatos estabelecidos no próprio título de crédito produzirão efeitos jurídicos entre o credor e o devedor. Nesse sentido, Ulhoa Coelho¹³ bem exemplifica ao mencionar que o indivíduo que pagar parcialmente um título de crédito, deverá solicitar a quitação parcial no próprio título, pois, caso o referido título seja transferido a terceiros, o devedor não poderá se desobrigar de pagar a totalidade prevista no documento.

⁹ Lei das S.A.: “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”.

¹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial – Volume 2: Direito de Empresa. 20ª Edição. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016, p. 154-155.

¹¹ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. (Org.). Direito das Companhias. 2ª edição, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017, p. 422.

¹² COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 379.

¹³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 381.

A autonomia do título de crédito consagra a ideia que o instrumento representativo do crédito pode ser vinculado a mais de uma relação jurídica, de modo que, caso haja qualquer vício em uma dessas relações jurídicas, tal vício não ocasionará impacto nas demais obrigações que foram estabelecidas. Assim, conforme leciona Fábio Ulhoa Coelho:¹⁴

As implicações do princípio da autonomia representam a garantia efetiva de circulabilidade do título de crédito. O terceiro descontador não precisa investigar as condições em que o crédito transacionado teve origem, pois ainda que haja irregularidade, invalidade ou ineficácia na relação fundamental, ele não terá o seu direito maculado.

Por fim, a última característica dos títulos de crédito que merece destaque diz respeito à abstração que consagra a noção que, conforme ressalta Coelho¹⁵, quando houver a circulação do instrumento de crédito realizada de boa-fé, ocorrerá uma desvinculação do título de crédito com a relação jurídica que o originou. Desse modo, o devedor original não poderá se eximir das suas obrigações estabelecidas no respectivo título de crédito.

Sobre as características próprias dos títulos de crédito mencionadas acima, insta salientar que, como bem destaca Guimarães, “apesar de não terem a caracterização da cartularidade, as debêntures não perdem a qualificação de títulos de crédito”.¹⁶ Isto porque, “após a extinção das formas de valores mobiliários ao portador e endossáveis, não há certificados que sejam instrumentos de circulação de debêntures, uma vez que todas as debêntures são nominativas e escriturais”.¹⁷

José Garcia do Amaral¹⁸, por outro lado, realiza uma distinção maior ao mencionar que “as debêntures (...) não estariam sujeitas às regras do Código Civil aplicáveis aos títulos de crédito, até porque possuem disciplina jurídica própria fixada na LSA e na Lei nº 6.385/76” e, dessa

¹⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 383.

¹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 384.

¹⁶ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Op. cit.*, p. 422.

¹⁷ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Op. cit.*, p. 422.

¹⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.* (v.e.), pos. 4225.

forma, compartilha do mesmo pensamento apresentado por Fábio Ulhoa em relação à previsão do conceito das debêntures na Lei das S.A.

Além disso, outros autores, como Ary Oswaldo Mattos Filho¹⁹, defendem que se pode considerar as debêntures como títulos de emissão próprios e específicos das sociedades por ações, que acabam por representar a dívida da companhia e que, caso se tornem objeto de ofertas públicas, também serão consideradas como valores mobiliários.

Ainda segundo Mattos Filho²⁰, a Lei do Mercado de Capitais ainda apresenta duas falhas em relação aos termos “título” e “valor mobiliário”. O primeiro vício consiste no fato da Lei do Mercado de Capitais considerar a existência de uma equivalência entre os dois termos mencionados. Isso porque, conforme defende o referido autor, o título é:

(...) a representação gráfica de garantia de direitos e obrigações inerentes a determinado negócio jurídico. O título demonstra de forma escrita a existência do vínculo obrigacional, através do qual as partes assumem direitos e obrigações (...)

Assim é que, para os títulos de formalismo estrito, e para a sua existência legal, há de existir a cédula ou título que materializa os direitos e obrigações assumidos, bem como os requisitos e características para a materialização desses direitos. Tais títulos usualmente representam direitos creditórios, os quais têm existência autônoma em relação ao negócio jurídico.

Por outro lado, sob o ponto de vista da análise dos valores mobiliários, Ary Oswaldo Mattos Filho²¹ ressalta que, “se emitido, será sempre a representação de um investimento ofertado indistintamente ao público ou não”, de modo que o seu objetivo seria, no primeiro caso, a proteção da poupança da população ou, na segunda hipótese, a consecução da vontade das partes por meio da relação obrigacional ora estabelecida, sendo que não há obrigatoriedade na emissão de qualquer título para os valores mobiliários.

Mattos Filho ainda complementa seu pensamento ao destacar que, no seu entendimento, o segundo vício da Lei do Mercado de Capitais estaria relacionado ao fato da referida lei não ter

¹⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Direito dos Valores Mobiliários. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 2015, p. 13.

²⁰ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.*, p. 167.

²¹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.*, pp. 167 168.

previsto expressamente a distinção entre as expressões “títulos” e “valores mobiliários”. Isso porque os valores mobiliários deveriam ser objeto de aprovação prévia do Banco Central, de modo que a definição de “valores mobiliários” seria importante para especificar o objeto de análise da referida instituição.²²

Apesar disso, o ponto de vista acima não é exaustivo na doutrina, uma vez que, apesar de Francisco José Pinheiro Guimarães defender o aspecto das debêntures como valores mobiliários e títulos de crédito, o referido autor não considera as debêntures como títulos representativos de empréstimo, uma vez que a Lei das S.A. não faria tal menção.

A LSA não faz referência a mútuo ou empréstimo; a Lei nº 6.385/1976 classifica a debênture como valor mobiliário, e na vigência da LSA sua caracterização como negócio de mútuo é imprópria. Isso porque, apesar de geralmente emitida para subscrição em dinheiro, quando tem a mesma função do contrato de mútuo, representa obrigação pecuniária que independe do negócio jurídico que lhe dá origem e pode, inclusive, ser emitida independentemente de contraprestação pecuniária (como no caso de emissão para entrega em dação em pagamento ou em permuta), sem que tal fato afete a obrigação pecuniária que representa.

Nesse sentido, o que se entende é que a discussão doutrinária persiste sobretudo em razão do fato da Lei das S.A. não fazer uma referência expressa às debêntures como mútuos ou empréstimos.

Ressalta-se, ainda, que a não exclusividade do tratamento das debêntures como títulos de crédito já foi objeto de julgamento pelo Superior Tribunal de Justiça, sendo que na respectiva sessão de julgamento o Excelentíssimo Senhor Ministro Luis Felipe Salomão entendeu que as debêntures possuem características que as diferenciam dos demais títulos de crédito e, que, por isso, deveriam ser consideradas como espécies de valores mobiliários que conferem direito de crédito ao seu titular em face da sociedade emissora.²³

²² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. cit.*, pp. 168 169.

²³ Recurso Especial nº 1.316.256 – RJ (2012/0072888-9), Ministro Relator: Luis Felipe Salomão, 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça. Data do Julgamento: 18/06/2013. Data de Publicação: Dje 12/08/2013.

José Amaral ainda reforça²⁴ essa corrente ao defender que as debêntures, quando colocadas no mercado, são autônomas e podem ter características distintas entre as séries emitidas em uma mesma emissão. Segundo Amaral²⁵, “essa autonomicidade e serialidade do título faz com que as debêntures possam ter diversos tipos de relações jurídicas em sua base, e não apenas uma relação de crédito e débito”.

2.2. Debêntures: formas de emissão e suas espécies

2.2.1. As formas das ofertas de debêntures

Primeiramente, deve-se mencionar que, quanto à forma de realização, as emissões de debêntures, via de regra, costumam ser aprovadas mediante deliberação tomada em assembleia geral extraordinária de acionistas, uma vez que são de competência privativa do referido órgão da administração, conforme dispõe o artigo 59, caput da Lei das S.A.²⁶. Contudo, cabe destacar que, na hipótese da companhia emissora ser uma sociedade de capital aberto, isto é, possuir registro de emissor de valores mobiliários perante a CVM, tal deliberação poderá ser realizada pelos membros do conselho de administração em reunião que tratar do referido assunto, caso as debêntures que venham a ser emitidas não sejam conversíveis em ações e disposição estatutária ao contrário.

Apesar da semelhança dos dispositivos para deliberação dos órgãos da administração, as emissões podem ser divididas em dois grandes grupos: as ofertas privadas e as ofertas públicas. Ocorre que, ainda que ambas as espécies de ofertas mencionadas possuam seus termos e condições das debêntures e a previsão de todos os direitos e deveres dos titulares das debêntures na escritura de emissão, é necessário destacar suas principais diferenças.

²⁴ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 69.

²⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 69.

²⁶ Lei das S.A.: “Art. 59. A deliberação sobre a emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: (...)

§1º Na Companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.”

2.2.1.1. Ofertas privadas de debêntures

As ofertas privadas de debêntures não são registradas na CVM ou em quaisquer outros órgãos reguladores, como a ANBIMA, o que permite uma captação de recursos mais rápida e com condições mais flexíveis para a sociedade emissora do respectivo valor mobiliário. Contudo, justamente por não haver um registro e, conseqüentemente, por aumentar a taxa de risco do investimento para os potenciais investidores, essas emissões costumam ser realizadas entre a sociedade emissora e demais figuras que possuem um relacionamento mais estreito com a companhia emissora, como as sociedades do mesmo grupo econômico da emissora.

Além disso, é importante ressaltar que, por serem ofertas privadas de distribuição de valores mobiliários, o emissor, no momento da distribuição das debêntures, deve estar atento para não incorrer em qualquer das hipóteses dispostas no artigo 3º da Instrução CVM 400 e, desse modo, não restar caracterizado um ato de distribuição pública, como a negociação realizada em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, conforme previsto no inciso III do referido artigo.²⁷.

²⁷ Instrução CVM 400: “Art. 3º. São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II – a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV – a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários”.

2.2.1.2. Ofertas públicas de debêntures

As ofertas públicas de debêntures, por sua vez, ainda podem ser subdivididas entre aquelas que necessitam de registro perante a CVM, em razão da previsão legal do artigo 19 da Lei 6.385/76²⁸, e as ofertas públicas com esforços restritos de distribuição, isto é, aquelas distribuídas nos termos da Instrução CVM 476 e que não necessitam de registro perante a CVM.

Sabe-se que as ofertas públicas de debêntures que são registradas na CVM devem cumprir o disposto na Instrução CVM 400, principalmente em relação às regras de distribuição e ao atendimento ao previsto sobre o período de silêncio. O respeito a essas normas é importante para que não haja a possibilidade da aplicação de qualquer sanção pelos órgãos reguladores às companhias emissoras que desrespeitarem essa norma ou prejuízo ao mercado de capitais brasileiro, uma vez que os investidores devem ter acesso às informações sobre o investimento nos valores mobiliários em condições igualitárias.

A segunda forma de ofertas públicas de valores mobiliários ocorre por meio da distribuição com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, sendo destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme dispõe o artigo 2º da referida instrução²⁹, sendo esses investidores definidos pelo disposto no artigo 9º-A da Instrução CVM 539.³⁰ Cabe

²⁸ Lei 6.385: “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

²⁹ Instrução CVM 476: “Art. 2º. As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. ”

³⁰ Instrução CVM 539: “Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes.”

ainda destacar que as eventuais instituições financeiras que venham a ser responsáveis pela intermediação da oferta restrita, devem acessar, no máximo, 75 investidores profissionais, sendo permitida a subscrição do referido valor mobiliário ofertado por, no máximo, 50 desses investidores profissionais.

Diante disso, por ser destinada exclusivamente a uma quantidade pequena de investidores profissionais, essa espécie de distribuição de debêntures possui dispensa de registro na CVM, sendo apenas registrada na ANBIMA em relação ao registro na base de dados da ANBIMA, nos termos do artigo 16 e seguintes do Código ANBIMA. Isso ocorre porque há o entendimento que o referido investidor tem um conhecimento sofisticado para entender o risco do investimento e possui recursos financeiros suficientes para suportar eventuais perdas financeiras. Dessa forma, os impactos financeiros que poderiam ser causados em razão da emissão de tais valores no âmbito do mercado de capitais tendem a ser menores.

É importante ressaltar, ainda, que as emissões de debêntures com esforços restritos de distribuição, por dispensarem o registro na CVM, conseguem ser estruturadas em um prazo bem menor, de modo que, em média, uma emissão de debêntures, nos termos da Instrução CVM 476, costuma ser realizada no prazo de 30 dias, enquanto uma oferta pública que venha a ser registrada na CVM é estruturada em um prazo aproximado de 120 dias. Diante disso, o empresário costuma optar por essa forma de emissão de debêntures, uma vez que a referida espécie de distribuição possui maior flexibilidade e rapidez na contratação da dívida.

Esse entendimento pode ser corroborado pelo estudo da CVM que afirma que, entre os anos de 2011 e 2018, as emissões de debêntures corresponderam a, aproximadamente, 62,8% em emissões de títulos de renda fixa no Brasil, sendo que, entre a quantia total distribuída desses títulos entre os anos de 2014 e 2018, aproximadamente, 85% desse montante foi distribuído sob os termos da Instrução CVM 476.³¹

³¹ Comissão de Valores Mobiliários, Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. São Paulo, 2019, pp. 23. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190411-1.html>. Acesso em: 17 de abril de 2020.

2.3. As debêntures incentivadas

As debêntures incentivadas surgiram em um contexto no qual o governo brasileiro almejava aumentar o nível de investimento nos projetos de infraestrutura de longo prazo desenvolvidos no país, sendo que, para isso, a estratégia governamental era atrair um maior número de investidores, tanto no mercado primário, como no mercado secundário de valores mobiliários por meio da instituição de diversos incentivos fiscais a tais investidores.

Dessa forma, foi promulgada a Lei 12.431 que tem como principal efeito no mercado de capitais doméstico a instituição da alíquota zero do imposto de renda em relação ao investimento em debêntures, cujos recursos serão atrelados a um projeto de investimento que forem emitidas por uma SPE.

Apesar de as debêntures incentivadas serem tratadas na prática da captação de recursos do mercado de capitais brasileiro como uma única espécie, sendo chamadas, geralmente, apenas pelo nome de *debêntures de infraestrutura*, cabe destacar a seguir o pensamento de parcela doutrinária que divide as debêntures incentivadas em duas espécies.

Conforme leciona José Romeu Garcia do Amaral³², a Lei 12.431, além de ter se inserido na dimensão da norma tributária, também proporcionou o surgimento de duas novas espécies de debêntures com características específicas para emissão do referido título, as debêntures de investimento e as debêntures de infraestrutura..

2.3.1. Debêntures de investimento

As debêntures de investimento, conforme destaca Amaral, são aquelas cuja destinação dos recursos está “obrigatoriamente, no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívida referentes a determinado projeto de investimento, inclusive os voltados à pesquisa,

³² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 104.

desenvolvimento e inovação”.³³. Além dessa destinação específica, cabe ainda destacar outras características que diferenciam as debêntures de investimento das demais debêntures.

A primeira dessas características é a estipulação da remuneração das debêntures de investimento em dispositivo legal. Esse é um ponto que merece destaque, pois, ao contrário do disposto na Lei das S.A., que dispõe que as debêntures poderão assegurar aos seus respectivos titulares taxas de juros remuneratórios,³⁴ o que oferece ao emissor desse valor mobiliário uma maior possibilidade em sua oferta, as debêntures de investimento devem ser, necessariamente, remuneradas por taxa de juros pré-fixada e vinculada a índice de preços ou à Taxa Referencial, conforme previsto no artigo 1º, parágrafo 1º da Lei 12.431.³⁵.

Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba menciona que o emissor possui a opção de definir livremente os aspectos referentes à remuneração das debêntures. Borba ainda defende que o legislador foi flexível ao ter enumerado as possibilidades para estipulação dos juros remuneratórios das debêntures sem que tenha atribuído caráter impositivo em relação à remuneração.³⁶

Amaral ainda complementa o pensamento acima exposto ao argumentar que o dispositivo legal seria endereçado a um destinatário específico, pois não haveria sentido na fixação legal dos juros remuneratórios das debêntures. Essa remuneração deveria, segundo seu raciocínio, ser definida pelo emissor e ponderada pelo mercado que irá aceitar ou recusar a oferta do valor mobiliário.³⁷

³³ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 104.

³⁴ Lei das S.A.: “Art. 56. A debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso”.

³⁵ Lei 12.431: “Art. 1º (...) §1º Para fins do disposto no inciso I do caput, os títulos ou valores mobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à Taxa Referencial – TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada e, ainda, cumulativamente apresentar: (...)”.

³⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 45.

³⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 105.

A segunda característica das debêntures de investimento que deve ser destacada é a de que o vencimento dessas debêntures deve ter um prazo médio superior a quatro anos, conforme o disposto no artigo 1º, parágrafo 1º, inciso I da Lei 12.431 mencionado acima. Isso ocorre porque, como bem destaca Amaral, o retorno dos investimentos no projeto, ao qual serão destinados os recursos captados pela emissão, acontece em um prazo maior se comparado ao retorno dos investimentos nas emissões com outras destinações.³⁸

Insta salientar que as debêntures de investimento possuem uma limitação em relação à recompra do valor mobiliário pelo emissor, uma vez que a referida recompra somente pode ocorrer após dois anos contados da data de emissão das debêntures, conforme a previsão do artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II da Lei 12.431.³⁹ Essa limitação é justificada pelo fato de essa espécie de debêntures estar sujeita ao benefício fiscal previsto na Lei 12.431 e, segundo José Amaral, uma vez que há expectativas dos projetos de investimento serem responsáveis pelo desenvolvimento do país, não se espera que tais recursos retornem rapidamente ao investidor com alíquotas reduzidas,⁴⁰ sendo que, atualmente, a hipótese de liquidação antecipada é regulada pela Resolução 4.751 do CMN.

2.3.2. Debêntures de infraestrutura

Além de apresentarem todas as características das debêntures de investimento mencionadas acima, as debêntures de infraestrutura possuem, por sua vez, outras especificidades que as distinguem da primeira espécie.

O primeiro fato que faz essa distinção é o de que as debêntures de infraestrutura somente podem ser emitidas por uma SPE que são, como o próprio nome esclarece, as sociedades por ações constituídas para exercer um objeto social específico. Nesse diapasão, Amaral destaca que o

³⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 106.

³⁹ Lei 12.431: “Art. 1º (...) II – vedação à recompra do título ou valor mobiliário pelo emissor ou parte a ele relacionada nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional”.

⁴⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 106.

propósito específico consiste na implantação e desenvolvimento de projetos de investimento na área de infraestrutura ou até mesmo na área de produção econômica intensiva em pesquisa e desenvolvimento.⁴¹

A segunda característica que distingue as debêntures de investimento e as debêntures de infraestrutura, conforme destaca Amaral, consiste na necessidade do projeto, o qual serão destinados os recursos captados na emissão das debêntures – ser considerado prioritário pelo governo por meio da expedição de resoluções ou portarias pelos órgãos competentes, como o MME.⁴²

Deve-se destacar que a classificação e características das debêntures incentivadas podem sofrer alterações em breve, uma vez que se encontra em tramitação no Congresso Nacional o PL 2.646⁴³, de iniciativa do Deputado Federal João Maia, que propõe diversas alterações no regime dado às debêntures incentivadas e modificações na Lei 12.431.

2.4. As debêntures em relação às suas garantias

O artigo 58 da Lei das S.A. prevê outro fator que diferencia as debêntures, as suas eventuais garantias, ao mencionar que as debêntures poderão ter garantias reais, flutuantes, não gozarem de preferência ou serem subordinadas aos demais créditos.⁴⁴

Nesse diapasão, Borba menciona que as debêntures possuem um sistema de garantias e antigarantias, sendo que a debênture comum não possui preferência sendo um título quirografário.⁴⁵ Visto isso, os titulares de debêntures quirografárias terão a mesma preferência que os demais

⁴¹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 107.

⁴² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 107.

⁴³ Projeto de Lei nº 2.646, de 14 de maio de 2020. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252649>. Acesso em 28 de maio de 2020.

⁴⁴ Lei das S.A.: “Art. 58. A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia”.

⁴⁵ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 286.

credores quirografários em caso de eventual processo de falência da sociedade emissora, conforme previsto no artigo 83, inciso VI da Lei 11.101.⁴⁶.

As debêntures com garantia real, por outro lado, são aquelas que possuem previsão na escritura de emissão em relação à cessão fiduciária de um direito ou à alienação fiduciária de qualquer bem. Nesse sentido, é importante destacar, como bem faz Borba, que as garantias reais poderão ser constituídas para todas as séries da emissão ou para séries específicas, sendo que, após a constituição da garantia real para uma determinada série, a referida garantia não poderá ser estendida para as demais séries.⁴⁷.

Apesar de serem mais incomuns no âmbito da captação de recursos no mercado de capitais brasileiro, cabe, ainda, destacar as debêntures com garantia flutuante e as debêntures subordinadas. A primeira dessas espécies, isto é, a espécie com garantia flutuante, proporciona aos debenturistas um privilégio geral na ordem de pagamento em caso de falência, sendo que tal privilégio deve ser convencionado previamente à emissão.

Por sua vez, a espécie das debêntures com garantia quirografária subordinada sujeita o pagamento do crédito de seus debenturistas ao pagamento, em primeiro lugar, de todos os credores da sociedade emissora, incluindo aos credores quirografários.

Todavia, ressalta-se que, ao contrário das consequências das outras espécies de garantias, o crédito que possui garantia quirografária subordinada não se distingue em todos os casos dos demais créditos quirografários. O crédito subquirografário, conforme destaca Borba, é um crédito degradado relativo apenas para efeitos de falência ou de liquidação da sociedade. Nesse sentido, em caso de recuperação, judicial ou extrajudicial, da emissora, o crédito subquirografário não será distinguido, para efeito de pagamento, dos demais créditos quirografários.⁴⁸.

⁴⁶ Lei 11.101: “Art. 83. A classificação dos créditos na falência obedece à seguinte ordem: (...) VI – créditos quirografários, a saber: (a) aqueles não previstos nos demais incisos deste artigo; (...)”

⁴⁷ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 286.

⁴⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 287.

2.5. A conversibilidade das debêntures

Além das classificações mencionadas acima, destaca-se que, conforme a própria previsão do artigo 59 da Lei das S.A.⁴⁹, as debêntures ainda podem ser subdivididas em relação à conversibilidade em ações do emissor.

A primeira classificação que pode ser destacada abrange as debêntures simples, isto é, aquelas que não possuem hipótese de conversibilidade em ações da sociedade emissora prevista na escritura de emissão.

De outro lado, as debêntures conversíveis em ações, como leciona Amaral, proporcionam ao titular da debênture não apenas um direito de crédito, mas também um direito de participação.⁵⁰ Nesse sentido, como bem resume José Edwaldo Tavares Borba, o debenturista possui (i) um direito de crédito, com vencimento certo; e (ii) um direito de subscrição de ações, a ser exercido até a data de vencimento das debêntures, cujo preço será pago com o valor da debênture que poderá ser até mesmo resgatado antes da data do vencimento, isto é, na data da opção pela conversão.⁵¹

Borba ainda destaca que o exercício do direito de subscrição de ações acarreta o vencimento antecipado do crédito, correspondendo o montante ao preço de subscrição das ações. Desse modo, é caracterizada uma efetiva compensação entre o crédito e o débito do titular da debênture, o que reforça a teoria da compensação em relação à conversibilidade das ações.⁵²

A teoria da compensação afasta a ideia da existência de uma permuta no momento da conversão das debêntures em ações. Conforme bem destaca José Borba, na permuta, troca-se um bem pelo outro. Contudo, no caso das debêntures, não ocorre a troca do valor mobiliário por ações existentes na carteira da sociedade. O que ocorre de fato é a emissão de novas ações em

⁴⁹ Lei das S.A.: “Art. 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: (...) V – a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão”

⁵⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, p. 55.

⁵¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, pp. 303-304.

⁵² BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 304.

consequência da conversão, isto é, o exercício da conversão acarreta na criação das ações, o que caracteriza uma subscrição.⁵³

⁵³ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, pp. 304 - 305.

3. VIABILIDADE DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES PELAS SOCIEDADES LIMITADAS EMPRESÁRIAS: POSICIONAMENTOS E ATOS NORMATIVOS RECENTES

3.1. O conceito de sociedade

Primeiramente, deve-se destacar que o Código Civil prevê o conceito de sociedade em seu artigo 981, estabelecendo que a sociedade consiste na obrigação recíproca de pessoas para a exploração de uma atividade econômica e a “partilha, entre si, dos resultados”⁵⁴.

Além da previsão legal sobre o conceito de sociedade, essa definição também é reforçada na doutrina, a exemplo do mencionado por Manoel de Queiroz Pereira Calças⁵⁵, segundo o qual compreende-se do artigo 981 do Código Civil “a obrigação legal e contratual que os sócios têm de contribuir com bens, dinheiro, créditos, ou nos tipos societários que admitem sócio de indústria, prestação em serviços, para a formação do fundo social” e também por Alfredo de Assis Gonçalves Neto⁵⁶, segundo o qual:

A sociedade é um negócio jurídico que tem por propósito criar um novo sujeito de direito, distintos das pessoas (ou da pessoa) que o ajustam, capaz de direito e obrigações na ordem civil, para facilitar o intercâmbio no mundo do direito, interpondo-se entre seus criadores (ou seu criador) e terceiros na realização de negócios.

Nesse diapasão, nota-se que o objetivo comum nas definições acima reside no fato da sociedade significar a reunião de dois ou mais indivíduos para a exploração de determinada atividade econômica, visando o lucro.

⁵⁴ Código Civil: “Art. 981: Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

⁵⁵ CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. Subtítulo II: Da Sociedade Personificada. In: NANNI, Giovanni Ettore. (Org.). Comentários ao Código Civil: direito civil contemporâneo. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora Saraiva, 2019, p. 1376.

⁵⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. *Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil*, 4ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, p. 142.

Importante destacar que, ainda que se conheça da existência de diversos tipos de sociedade, como as sociedades de nome coletivo e as sociedades de comandita simples, o presente trabalho apenas se ocupa das sociedades limitadas empresárias e das sociedades por ações.

3.1.1. A sociedade limitada

Sabe-se que a sociedade limitada, como bem destacada, Arnaldo Rizzardo⁵⁷, teve como berço do seu surgimento o direito positivo alemão no final do século XIX. Esse fato foi motivado pela necessidade do governo alemão de instituir novas formas de organizações societárias que fossem mais práticas e fáceis de serem constituídas em relação àquelas já existentes naquele período, em decorrência do grande aumento do volume de negócios com o desenvolvimento industrial alemão.

Atualmente, no direito brasileiro, com a edição do Código Civil, as sociedades limitadas empresárias encontram previsão legal nos artigos 1.052 e seguintes do referido código e, como bem ressalta Arnaldo Rizzardo⁵⁸, a principal característica das sociedades limitadas empresárias “está na restrição da responsabilidade dos sócios, de modo a não ultrapassar o total do capital que subscrevem, e até a sua implementação”, conforme preleciona o artigo 1.052⁵⁹ do Código Civil.

É importante realçar a parte final do artigo 1.052 do Código Civil. Conforme destaca Rizzardo⁶⁰:

(...) perante terceiros os sócios respondem solidariamente pela integralização do capital social subscrito, não se lhes imputando as obrigações sociais que ultrapassarem o montante; interna copore, ou seja, junto aos demais sócios, domina o princípio da divisão de responsabilidade de acordo com a participação de sócio no capital social.

⁵⁷ RIZZARDO, Arnaldo. *Direito de Empresa*, 7ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2019, p. 165.

⁵⁸ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 167.

⁵⁹ Código Civil: “Art. 1052: Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social”.

⁶⁰ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 167.

Diante disso, nota-se que a parte final do artigo 1.052 do Código Civil estabelece que, enquanto não houver a integralização total do capital social da sociedade limitada, todos os sócios irão responder solidariamente em relação ao respectivo montante não integralizado.

Além da limitação à responsabilidade dos sócios em relação ao respectivo valor das quotas subscritas - e, em caráter solidário pela integralização do capital social – esse tipo societário possui ainda outras características, como a possibilidade da administração da sociedade ser exercida por apenas um indivíduo, conforme dispõe o artigo 1.060⁶¹ do Código Civil.

Outro ponto que deve ser mencionado em relação às sociedades limitadas empresárias envolve a classificação doutrinária entre as sociedades de capital e as sociedades de pessoas. Rizzardo⁶² esclarece que a primeira espécie dessa classificação abrange aquelas pessoas jurídicas que valorizam de forma mais significativa o fator econômico, o capital e a situação financeira, enquanto as sociedades de pessoas seriam aquelas que valorizam o fator humano, sendo a figura do sócio uma das mais importantes na sociedade.

Apesar de Rizzardo⁶³ entender que, na sociedade limitada, há predominância do caráter pessoal, uma vez que a referida sociedade é “formada em vista ou em função das pessoas dos sócios, sendo elemento vital a identidade do membro e o *intuito personae*”, esse entendimento não é unânime na doutrina.

Há uma grande parcela de autores que entende que as sociedades limitadas empresárias possuem características tanto das sociedades de pessoas como das sociedades de capital, sendo, assim, consideradas como um tipo híbrido. Nesse sentido, deve-se destacar o posicionamento de Alfredo de Assis Gonçalves Neto⁶⁴, o qual entende que, existem normas com caráter predominante de sociedades de capital que também são aplicáveis às sociedades limitadas empresárias, como a

⁶¹ Código Civil: “Art. 1.060: A sociedade limitada é administrada por uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado”.

⁶² RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 168.

⁶³ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 168.

⁶⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. *Op. cit.*, p. 362-363.

regência supletiva da Lei das S.A. em relação às sociedades limitadas empresárias, conforme dispõe o artigo 1.053, parágrafo único⁶⁵ do Código Civil.

O entendimento de Gonçalves Neto é também defendido por Modesto Carvalhosa⁶⁶, uma vez que o referido autor argumenta que as sociedades limitadas empresárias possuem características dos dois grupos, isto é, tanto das sociedades de capital como das sociedades pessoais, justificando, assim, a ideia do caráter híbrido das sociedades limitadas empresárias.

Desse modo, a junção de características pessoais – como a do *intuitu personae* – com as características das sociedades de capital – como a possibilidade da aplicação supletiva dos dispositivos da Lei das S.A. – tende a proporcionar um maior entendimento doutrinário em relação ao caráter híbrido das sociedades limitadas empresárias.

3.1.2. As sociedades por ações

Assim como feito para as sociedades limitadas empresárias, de modo a entender o contexto atual e algumas características das sociedades por ações, é importante destacar o histórico desse tipo de sociedade.

Conforme menciona Arnaldo Rizzardo⁶⁷, o surgimento das sociedades anônimas ocorreu durante a Idade Média em razão da necessidade de agregação de um grande volume de capital para exploração de determinada atividade econômica que exigisse vultuosos e seguros investimentos, sendo um dos exemplos pioneiros a Companhia das Índias Orientais.

Rizzardo⁶⁸ ressalta outro momento posterior que propiciou a expansão da constituição das sociedades anônimas: a Revolução Industrial. Isso porque a Revolução Industrial possibilitou a

⁶⁵ Código Civil: “Art. 1.053: O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima”.

⁶⁶ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195), 2ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 36.

⁶⁷ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 236.

⁶⁸ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 237.

expansão do capitalismo e, conseqüentemente, uma maior incorporação e captação de recursos, bem como a necessidade de investimentos relacionados à produção industrial, de modo que o conceito das sociedades por ações foi aprimorado e positivado ao longo do tempo nos diversos Estados.

No direito brasileiro, as sociedades anônimas são regulamentadas pela legislação específica – a Lei das S.A. – estando o seu conceito respaldado no artigo 1º da Lei das S.A.: “a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Além disso, faz-se necessário destacar que, em relação à classificação em sociedades de pessoas ou sociedades de capital, Rizzardo⁶⁹ entende que as sociedades anônimas são pertencentes ao segundo grupo mencionado, pois defende que:

(...) nesse tipo de sociedade, as aptidões, a personalidade e o caráter do sócio são irrelevantes para o sucesso ou insucesso da empresa explorada pela sociedade. As qualidades subjetivas do acionista não interferem de forma alguma no desempenho da sociedade. O único fator a considerar é a contribuição material dada para a sociedade. O sócio pode alienar sua participação societária a quem quer que seja, independentemente da anuência dos demais.

Nesse mesmo sentido, Fábio Ulhoa Coelho⁷⁰ destaca que as sociedades por ações possuem características mais próximas as das sociedades de capital, uma vez que “os empreendimentos econômicos de pequeno ou médio porte são normalmente viabilizados por sociedades compostas por pessoas com interesses e aptidões ligados à natureza da atividade”. Por sua vez, ainda segundo Fábio Ulhoa Canto⁷¹, a exploração das atividades econômicas que necessitam elevados investimentos dependem da mobilização monetária de diversos indivíduos que nem sempre possuem uma relação direta com o empreendimento.

⁶⁹ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 239.

⁷⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 83.

⁷¹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 83.

Outro fator próprio das sociedades por ações é a possibilidade de sua classificação em sociedades anônimas abertas ou fechadas caso as suas ações de emissão estejam sendo negociadas ou não no mercado de valores mobiliários, respectivamente, conforme dispõe o artigo 4º da Lei das S.A.⁷². Nesse sentido, Arnaldo Rizzardo classifica as sociedades de capital aberto como “aquelas cujas ações são comercializadas ou colocadas à aquisição pelo público em geral, através do mercado de balcão ou da Bolsa de Valores”.⁷³.

Nota-se, ainda, que as sociedades por ações possuem inúmeras características que as diferenciam das sociedades limitadas empresárias. Uma dessas características que merece ser mencionada é que, ao contrário das sociedades limitadas empresárias, as sociedades anônimas não podem ser administradas por um único indivíduo, uma vez que os possíveis órgãos de administração – conselho de administração e diretoria – são sempre exercidos por um conjunto de pessoas, sendo que, nas sociedades anônimas abertas, a administração é sempre exercida por um conselho de administração composto. Isso ocorre em razão da estrita observância aos artigos 140, *caput*⁷⁴ e 143, *caput*⁷⁵ da Lei das S.A.

Além do traço distintivo mencionado acima, ressalta-se que, nas sociedades por ações, conforme regra prevista pelo artigo 1º da Lei das S.A.⁷⁶, a responsabilidade de seus acionistas é limitada ao preço de emissão subscritas e/ou adquiridas pelo respectivo acionista, de modo que não há a previsão da responsabilidade solidária dos acionistas em relação à integralização do montante do capital social que ainda não foi subscrito pelos demais acionistas.

⁷² Lei das S.A.: “Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua Emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.”

⁷³ RIZZARDO, Arnaldo. *Op. cit.*, p. 332.

⁷⁴ Lei das S.A.: “Art. 140, *caput*: O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:”

⁷⁵ Lei das S.A.: “Art. 143, *caput*: A diretoria será composta por 2 (dois) ou mais diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração, ou, se inexistente, pela assembléia-geral, devendo o estatuto estabelecer:”

⁷⁶ Lei das S.A.: “Art. 1º A Companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

Outra distinção entre as sociedades por ações e as sociedades limitadas empresárias que merece destaque diz respeito à forma de escrituração das informações financeiras dos referidos tipos societários. Nesse sentido, destaca-se que, nos termos do artigo 133, inciso II, da Lei das S.A., a cópia das demonstrações financeiras consiste em um dos documentos da administração, sendo que há obrigação legal, conforme previsão do artigos 176 e seguintes da Lei das S.A.⁷⁷, na realização da escrituração contábil das sociedades por ações.

Além disso, nota-se que, nos casos das sociedades anônimas de capital social aberto, as demonstrações financeiras devem ser ainda obrigatoriamente objeto de revisão por auditores independentes contratados pela companhia, conforme dispõe o artigo 177, parágrafo 3º, da Lei das S.A.⁷⁸.

Apesar das sociedades limitadas empresárias não possuírem, de forma global, uma exigência legal em relação à divulgação de demonstrações financeiras semelhante à previsão dos artigos 176 e seguintes da Lei das S.A., é importante destacar o conceito de sociedade de grande porte abarcado pela Lei 11.638, que dispõe sobre práticas relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Isso porque, conforme norma estabelecida pelo artigo 3º, *caput* da Lei 11.638:

Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários

Diante disso, destaca-se que algumas sociedades, embora não fossem constituídas juridicamente sob a forma de sociedades por ações, possuíam características contábeis tão significativas que deveriam obedecer ao regime de escrituração e elaboração de demonstrações financeiras das sociedades por ações. Nesse sentido, a Lei 11.638 adotou um critério objetivo,

⁷⁷ Lei das S.A.: “Art. 176 Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício (...)”.

⁷⁸ Lei das S.A.: “Art. 177, §3º: As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados”

baseado no ativo total e na receita bruta, em seu artigo 3º, parágrafo único, de modo a classificar uma determinada sociedade como sendo ou não de grande porte⁷⁹.

Insta salientar que, em relação à obrigatoriedade mencionada acima em relação às formas de escrituração e elaboração das demonstrações financeiras referentes às sociedades limitadas empresárias e cooperativas de grande porte, houve manifestação formal da JUCESP por meio da Deliberação JUCESP nº 02, de 25 de março de 2015⁸⁰. A referida deliberação da JUCESP delimitou expressamente a necessidade da publicação das demonstrações financeiras das sociedades limitadas empresárias e cooperativas antes do arquivamento dos atos societários que consignarem a aprovação das respectivas demonstrações financeiras.

Todavia, é importante destacar que o objeto da Deliberação JUCESP nº 02 não encontra respaldo de forma unânime na jurisprudência. Isso porque o Tribunal Regional Federal da 3ª Região deu provimento ao recurso para impedir a exigência da publicação prévia das demonstrações financeiras de determinada sociedade, conforme exigia a JUCESP com base na respectiva deliberação mencionada acima, ao mencionar que “a escrituração e a elaboração de balanço, na forma da Lei 6.404/76, não implica, necessariamente, na consequente publicação”.⁸¹.

A decisão citada acima consagra o mesmo posicionamento de Fábio Ulhoa Coelho⁸² que, destaca que não há qualquer norma positiva relacionada à obrigatoriedade de publicação das demonstrações financeiras pelas sociedades de grande porte, bem como não há qualquer outra

⁷⁹ Lei 11.638: “Art. 3º, Parágrafo Único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)”

⁸⁰ Deliberação JUCESP nº 02, de 25 de março de 2015. Disponível em: <http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Delibera%C3%A7%C3%A3o%2002-2015.pdf>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

⁸¹ Apelação nº 5003654-25.2017.4.0.3.6100, Tribunal Regional Federal da 3ª Região, Relator Desembargador Federal Souza Ribeiro, Julgado em 15 de outubro de 2018. Disponível em <https://pje1g.trf3.jus.br/pje/ConsultaPublica/listView.seam?numeroProcesso=5003654-25.2017.4.03.6100>. Acesso em 17 de outubro de 2020.

⁸² COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 50.

norma que tenha a previsão de publicação das demonstrações financeiras pelas sociedades por ações de capital social fechado ou pelas sociedades limitadas empresárias.

Fábio Ulhoa⁸³ ainda bem destaca as obrigações aplicáveis às sociedades de grande porte, de uma forma geral:

Em suma, as companhias fechadas e as limitadas de grande porte devem: (a) manter a escrituração mercantil com todas as características previstas no art. 177 da LSA; (b) levantar, anualmente, o balanço patrimonial, demonstração dos resultados ou prejuízos acumulados e demonstração do resultado do exercício, com observância dos arts. 178 a 187 da LSA; (c) elaborar a demonstração dos fluxos de caixa se tiverem patrimônio líquido igual ou superior a R\$ 2.000.000,00, na data do balanço; (d) submeter a escrita e demonstrações contábeis à auditoria independente por auditor registrado na CVM.

Nota-se, portanto, que, apesar de dois posicionamentos opostos terem decorrido da Lei 11.638, o referido ato normativo previu um critério objetivo para especificar quais seriam as sociedades limitadas empresárias e cooperativas de grande porte e, assim, diferenciando-as das demais. Desse modo, caso fosse promulgada qualquer legislação que tivesse como objetivo estabelecer um critério para definir determinada parcela entre as sociedades limitadas empresárias que pudessem emitir debêntures, tal separação - dentro do mesmo tipo societário - não seria algo inédito na legislação brasileira.

É possível ressaltar, por meio dos traços distintivos elencados acima, que as sociedades por ações possuem inúmeras formalidades legais que devem ser observadas ao mesmo tempo no qual as sociedades limitadas empresárias necessitam de uma estrutura mais simples para a sua constituição e continuidade das suas respectivas atividades. Dessa forma, em razão da maior facilidade para constituição e menores custos para a manutenção de uma sociedade limitada, esse tipo societário acaba sendo o mais escolhido pelos empresários em relação às sociedades por ações quando a natureza do empreendimento permite essa escolha.

⁸³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 49.

Segundo a pesquisa divulgado pelo Indicador de Nascimento de Empresas da Serasa Experian em março de 2020⁸⁴, foram registrados durante o ano de 2019 cerca de 3,1 milhões de empreendimentos, sendo que 80,7% do número total de registros são representados pela constituição de microempreendedores individuais e, em segundo lugar, em valores absolutos, nota-se a constituição de sociedades limitadas empresárias, com o total de 237.475 registros.

3.2. Seria possível a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias?

Não obstante a discussão doutrinária acerca da natureza jurídica das debêntures, tidas como títulos de crédito e valores mobiliários, observada anteriormente, ainda persiste uma grande controvérsia doutrinária em relação à possibilidade de emissões de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias.

Diante, é importante destacar que, em relação ao regime jurídico das sociedades limitadas empresárias, conforme o entendimento de Fábio Ulhoa Coelho⁸⁵:

(...) Quando omissa o Código Civil na disciplina desse tipo societário, a disciplina supletiva pode ser a da sociedade simples ou a da anônima, dependendo da vontade dos sócios (art. 1.053). Em outros termos, se o contrato social da limitada contiver cláusula estabelecendo a regência supletiva pelas normas da sociedade anônima, aplica-se a LSA nas omissões do capítulo do Código Civil concernente às sociedades limitadas; caso contrário, prevendo-o ou não o contrato social, a omissões desse capítulo devem ser supridas pelas normas referentes às sociedades simples

Diante disso, compreende-se que um dos fatores que proporciona a referida discussão é a possibilidade de aplicação da Lei das S.A. de forma complementar às normas do Código Civil naquilo que este for omissa, quando assim dispuser o contrato social que regerá a sociedade limitada, conforme o disposto no artigo 1.053, parágrafo único⁸⁶ do Código Civil.

⁸⁴ SERASA EXPERIAN. MEIs puxam recorde histórico de novas empresas em 2019, revela Serasa Experian. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/meis-puxam-recorde-historico-de-novas-empresas-em-2019-revela-serasa-experian>. Acesso em: 11 de outubro de 2020.

⁸⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, p. 357.

⁸⁶ Código Civil: “Art. 1.053, parágrafo único: O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima”

É importante ressaltar ainda que essa possibilidade de suplementação possuía previsão em sentido contrário na legislação anterior, regida pelo Decreto-Lei 3.708, isto é, na hipótese de omissão do contrato social seria aplicável a legislação referente às sociedades por ações.

Nesse diapasão, alguns autores, como Pedro Flach e Layin Silva⁸⁷ argumentam que o artigo 1.053 do Código Civil consiste em uma autorização expressa da legislação para a utilização das regras aplicáveis às sociedades por ações, caso permitido pelo contrato social. Desse modo, como não haveria vedação legal à emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias, não existiria qualquer restrição aos sócios para quaisquer deliberações previstas na Lei das S.A., inclusive em relação à emissão de debêntures.

Ainda para colaborar com esse entendimento, André Grünspun Pitta⁸⁸ ressalta que a interpretação supletiva da Lei das S.A. não deve ser interpretada como uma completa transposição do regime aplicável. Segundo Pitta, as matérias cujos dispositivos que estiverem contidos no Código Civil se referirem expressamente às sociedades limitadas empresárias, estando previstos no capítulo das sociedades limitadas empresárias ou no capítulo das sociedades simples, não poderiam receber o regime supletivo da Lei das S.A.

Nesse mesmo sentido, Pitta⁸⁹ ainda esclarece que as matérias que estão previstas na Lei das S.A. e não estão reguladas expressamente pelo Código Civil não possuem aplicação supletiva às sociedades limitadas empresárias de forma automática. Isto é, existiriam matérias reguladas pela Lei das S.A. que seriam reconhecidamente incompatíveis com a estrutura e com a natureza das sociedades limitadas empresárias, sendo inaplicáveis, ainda que a regência supletiva da Lei das S.A. tenha sido eleita no contrato social.

⁸⁷ FLACH, Pedro; DA SILVA, L. Layon. *Direito das Startups*. 1º Ed. Curitiba. Ed.Juruá. 2015, p. 153.

⁸⁸ 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, Luis André N. de Moura; CASTRO, R. Monteiro de, Rodrigo. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 518-519.

⁸⁹ 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, Luis André N. de Moura; CASTRO, R. Monteiro de, Rodrigo. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 519.

Por outro lado, um diferente ponto de vista é defendido em relação aos efeitos do artigo 1.053 do Código Civil, ao mencionar que as sociedades limitadas empresárias não podem emitir debêntures, uma vez que a supletividade da Lei das S.A. na omissão do contrato social somente é aplicável nos casos em que houver a contratualidade da matéria, isto é, apenas em relação aos fatos que os sócios podem contratar.⁹⁰

Esse, inclusive, é o mesmo posicionamento de José Edwaldo Tavares Borba, que argumenta que as debêntures possuem, assim como as ações e os bônus de subscrição, natureza de títulos de mercado e, por isso, não estariam em consonância com os propósitos de uma sociedade limitada. Isto é, a aplicação supletiva da legislação específica sobre as sociedades anônimas incidiria apenas em um espaço reservado não manifestado pelo sócio.⁹¹

Por sua vez, ressalta-se que a segunda corrente que defende a possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias tem o pensamento respaldado na legislação especial para a regulação do mercado de valores mobiliários e criação da Comissão de Valores Mobiliários, a Lei 6.385/76.

José Romeu Garcia do Amaral baseia-se justamente na redação do artigo 2º, § 2º da Lei 6.385/76⁹² para defender a tal viabilidade, uma vez que o referido artigo, ao mencionar a aplicabilidade da emissão dos valores mobiliários para as companhias abertas, demonstra a vontade do legislador em permitir a emissão de debêntures por outro tipo societário.⁹³

Além disso, deve-se lembrar de que parte dessa corrente também defende que as sociedades limitadas empresárias possuiriam um caráter híbrido, incorporando características tanto de sociedades de capitais como de sociedades de pessoas. Esse inclusive é o entendimento de

⁹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. cit.*, pp. 358-359.

⁹¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018, p. 132.

⁹² Lei 6.385: “Art. 2, §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.”

⁹³ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, pp. 157-158.

Carvalhosa, que entende que as sociedades limitadas empresárias possuiriam, desde a sua constituição, o referido caráter híbrido.⁹⁴

Deve-se ressaltar ainda que o pensamento acima não é incompatível com o que se discute no âmbito da hermenêutica jurídica. Nesse sentido, ressalta-se o entendimento de Carlos Maximiliano⁹⁵, que destaca que o intérprete deve considerar que todas as palavras da norma têm alguma eficácia e que, quando não houver limitações evidentes, esse mesmo intérprete, não só pode, como deve aplicar a determinada norma a todos os casos específicos.

Ressalta-se que a emissão de debêntures não é um fato único e exclusivo que se limita a apenas uma forma de realização. Isto é, existem inúmeras formas de regime de colocação de debêntures, que podem ser classificadas em ofertas públicas ou privadas. Além disso, a distribuição das debêntures pode ser realizada sem a necessidade de esforços restritos de distribuição, sendo tais ofertas reguladas pela Instrução CVM 400, ou por meio de esforços restritos, sendo estas últimas emissões reguladas pela Instrução CVM 476, o que faz com que tal emissão possua características particulares.

Diante disso, caso se entenda pela possibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias, deve-se responder também a quais tipos de emissões essa viabilidade seria aplicável considerando as características de cada emissão.

Visto isso, faz-se também necessário destacar os posicionamentos das juntas comerciais em relação à discussão acima, pois há alguns requisitos formais a serem realizados perante os órgãos do comércio, como o arquivamento da escritura de emissão de debêntures na junta comercial competente da comarca da sede da sociedade emissora, previstos no artigo 62, incisos I e II da Lei das S.A.⁹⁶.

⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195), volume 13. 2 ed. – São Paulo: Saraiva, 2005. p. 36.

⁹⁵ MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21ª Edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2017, p. 225.

⁹⁶ Lei das S.A.: “Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos:

3.3. Os posicionamentos das juntas comerciais e da CVM

Deve-se mencionar que já houve um posicionamento negativo em relação ao arquivamento de atos referentes à emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias pelas próprias juntas comerciais, como no caso da JUCESP.⁹⁷

Nesse precedente, que ocorreu em 2012, a JUCESP recebeu o protocolo para registro de uma escritura de emissão de debêntures por uma sociedade limitada, porém o referido órgão de registro negou o arquivamento do ato em razão da ausência de previsão legal para o respectivo ato. Deve-se destacar ainda que, durante a sessão plenária, foi defendido o argumento que, para que fosse possível o registro de atos de sociedades limitadas empresárias acerca de emissão de debêntures deveria existir uma regulamentação específica emanada pela CVM⁹⁸.

No mesmo ano, a JUCERJA também teve que deliberar sobre um pedido de registro de ata de assembleia geral de sociedade limitada que versava sobre a aprovação de uma emissão de debêntures. A decisão da JUCERJA foi baseada no mesmo entendimento emanado pela JUCESP e negou o referido pedido por meio do processo nº 07-2012/232000-0, sendo que ainda fundamentou sua decisão com o argumento de que a estrutura e a natureza da sociedade limitada, que são contratuais, não comportariam a possibilidade de emissão de valores mobiliários.⁹⁹

Nota-se que o posicionamento da JUCESP e da JUCERJA está limitado ao fato de que apenas as sociedades por ações poderiam emitir debêntures, uma vez que não existiria uma norma positivada que viabilizasse a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias. Isso porque o entendimento dessas juntas comerciais está estritamente baseado em uma interpretação

I – arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembléia-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”.

⁹⁷ Disponível em: http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/ata_260612.pdf, p.6. Acesso em 10 de novembro de 2019.

⁹⁸ Disponível em: http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/ata_260612.pdf, p.6. Acesso em 10 de novembro de 2019.

⁹⁹ APUD AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, pp. 169-171.

literal do já mencionado artigo 52 da Lei das S.A. Isto é, além do artigo encontrar previsão na legislação específica das sociedades por ações, o referido dispositivo legal menciona apenas o termo “companhia”, de modo que os órgãos de registro do comércio interpretação sua aplicação única e exclusivamente às sociedades anônimas.

Apesar de as decisões das juntas comerciais mencionadas acima terem se respaldado apenas na interpretação literal e estrita do artigo 52 da Lei das S.A, ainda há justificativas utilizadas pela doutrina e bons fundamentos legais para discordar das posições da JUCERJA e da JUCESP.

Nesse sentido, deve-se ressaltar novamente o pensamento de José Garcia do Amaral que defende que, sob o ponto de vista do direito privado, há a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias, principalmente, caso as referidas sociedades tenham seus respectivos contratos sociais rigidamente supletivamente pelas regras das sociedades anônimas.¹⁰⁰.

O posicionamento de José Garcia do Amaral destacado acima ainda encontra respaldo no artigo 2º, inciso IX, da Lei 6.385¹⁰¹, visto que o referido dispositivo faz menção expressa à oferta pública de títulos para a sua caracterização como valores mobiliários. Desse modo, pode-se entender que a sociedade limitada conseguiria se valer da emissão e negociação privada de debêntures.

A decisão da JUCESP também possui um vício no aspecto legal ao mencionar que a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias deveria ser regulamentada pela CVM para que fosse viabilizada. Isso porque a CVM foi instituída mediante a edição de lei específica, a Lei 6.385, que estabelece expressamente a competência de atuação da CVM em seu artigo 8º¹⁰².

¹⁰⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Op. cit.*, pp 172-173.

¹⁰¹ Lei 6.385: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

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”.

¹⁰² Entre as competências da CVM deve-se destacar a previsão do artigo 8º, inciso I da Lei 6.385: “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

Outro preceito legal que proporciona um sentido contrário ao posicionamento da JUCESP e da JUCERJA visto acima consiste no artigo 5º, inciso II, da Constituição Federal que estabelece que apenas a legislação pode obrigar alguém a fazer ou deixar de fazer algo¹⁰³. Fica evidente, portanto, que as decisões das juntas comerciais mencionadas anteriormente não abrangem um aspecto amplo da legislação ou interpretação de todo o ordenamento jurídico brasileiro. Isso porque, considerando que não há vedação explícita prevista em lei, a emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias não deveria ser defesa.

Além disso, é importante lembrar que, em 2009, a CVM editou a Instrução CVM 476¹⁰⁴, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários realizadas com esforços restritos, sendo, portanto, essas ofertas dispensadas de registros perante o órgão regulador. Todavia, a Instrução CVM 476 não faz qualquer requisito à forma de constituição da sociedade emissora do valor mobiliário, o que, em tese, não vedaria a emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias.

Não obstante a ausência de requisitos em relação ao tipo societário da sociedade emissora na Instrução CVM 476, conforme mencionado pela própria CVM no Edital de Audiência Pública nº 05/2008¹⁰⁵, a referida instrução possui o intuito de reduzir os custos das ofertas públicas de valores mobiliários e facilitar o acesso dos emissores ao mercado de capitais brasileiro.

Ora, se o intuito da Instrução CVM 476 é fomentar o mercado de capitais brasileiro por meio da simplificação dos procedimentos a serem adotados para emissão de valores mobiliários, não parece ser adequada a exigência de apenas sociedades por ações emitirem debêntures, uma vez que

I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedade por ações”

¹⁰³ Constituição Federal: “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos seguintes termos:

(...)

II – ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”.

¹⁰⁴ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em 28 de maio de 2020.

¹⁰⁵ Disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0508.html, p.1. Acesso em 28 de maio de 2020.

as referidas sociedades possuem regras mais burocráticas e obrigações legais que demandam um maior investimento da companhia.

Diante de toda a discussão acerca da viabilidade da emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias e, em razão da sua relevância no âmbito do mercado de capitais brasileiro, é importante ressaltar que tal tema constantemente é endereçado em propostas legislativas que visam ao incentivo dos mais diversos tipos de investimentos no cenário econômico nacional.

4. UMA POSSIBILIDADE PARA O FUTURO? OS PROJETOS DE LEI RECENTES

4.1. O Projeto de Lei do Senado nº 487, de 23 de novembro de 2013 (“PL 487”)

Atualmente, inúmeras propostas legislativas referentes a pauta econômica do governo encontram-se em tramitação perante o Congresso Nacional, sendo uma delas o PL 487 de iniciativa do Senador Renan Calheiros. Nesse sentido, destaca-se que o PL 487 tem como principal objetivo reformar as normas positivadas referente às práticas econômicas no Brasil por meio da edição de um novo Código Comercial Brasileiro. Desse modo, deve-se analisar as principais justificativas para edição de um novo Código Comercial Brasileiro, bem como os conceitos relacionados ao referido projeto mais detalhadamente.

Primeiramente, conforme leciona Fábio Ulhoa Coelho¹⁰⁶, é oportuno ressaltar que a primeira norma positivada no ordenamento jurídico brasileiro em relação às práticas comerciais ocorreu em 1850, após a aprovação de legislação específica sobre o assunto pelo Imperador D. Pedro II. Nesse sentido, cabe destacar ainda que o Código Comercial Brasileiro de 1850 possui grande influência do código comercial francês, também conhecido como *Code de Commerce*, já vigente à época da edição da norma brasileira e que possui como base teórica a Teoria dos Atos de Comércio.

Segunda Ulhoa¹⁰⁷, a Teoria dos Atos de Comércio pode ser compreendida como a forma de positivação da atividade mercantil no ordenamento jurídico, de modo que as normas do direito comercial não estejam intrinsecamente relacionadas a determinada categoria de profissionais, mas que também sejam referentes a atos que possam ser praticados por qualquer indivíduo. Nesse sentido, as diferentes formas de atividades econômicas possuem maior destaque que os indivíduos que exercem tais atividades.

Todavia, nota-se que a adoção da Teoria dos Atos de Comércio não se perpetuou no ordenamento jurídico brasileiro. Esse fato é confirmado em 2002 por meio da edição do atual

¹⁰⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial – Volume 1: Direito de Empresa. 20ª Edição. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016, p. 41.

¹⁰⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. Cit.*, p. 33.

Código Civil, uma vez que a referida norma adota, em relação às práticas comerciais, o conceito italiano referente à Teoria da Empresa.

A Teoria da Empresa representa uma nova forma de criação de normas positivadas que possuem o objetivo de alterar e atenuar a distinção estabelecida previamente pela Teoria dos Atos de Comércio entre as esferas civil e comercial, o que não pode ser confundido com a união dessas duas esferas. Com relação a esse entendimento, Fábio Ulhoa Coelho¹⁰⁸ esclarece que

não se supera, totalmente, um certo tratamento diferenciado das atividades econômicas. O acento da diferenciação deixa de ser posto no gênero da atividade e passa para a medida de sua importância econômica. Por isso é mais apropriado entender a elaboração da teoria da empresa como o núcleo de um sistema novo de disciplina privada da atividade econômica e não como expressão da unificação dos direitos comercial e civil.

Também deve-se destacar que o Código Civil prevê expressamente a revogação da primeira parte do Código Comercial Brasileiro, correspondente às normas referentes ao comércio em geral, em seu artigo 2.045¹⁰⁹. Dessa forma, pode-se afirmar que, atualmente, apenas as disposições referentes ao Direito Marítimo previstas no Código Comercial Brasileiro são aplicadas no ordenamento jurídico brasileiro.

Diante desse cenário, pode-se aferir que há necessidade em relação à modernização das normas referentes ao direito comercial brasileiro que poderão ser proporcionadas pelo PL 487 que, atualmente, encontra-se em tramitação perante as casas do Congresso Nacional.¹¹⁰

Outra característica importante para o presente trabalho consiste no fato do PL 487 prever, em seu artigo 309¹¹¹, a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas empresárias ao mencionar que “a sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos

¹⁰⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Op. Cit.*, p. 38.

¹⁰⁹ Código Civil: “Art. 2.045: Revogam-se a Lei n o 3.071, de 1 o de janeiro de 1916 - Código Civil e a Parte Primeira do Código Comercial, Lei n o 556, de 25 de junho de 1850”.

¹¹⁰ O PL 487 encontra-se sob análise da Comissão Temporária para Reforma do Código Comercial, conforme consulta eletrônica realizada na página mundial da rede de computadores do Senado Federal. Disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/115437>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

¹¹¹ CALHEIROS, Senador Renan, Projeto de Lei do Senado n° 487, de 23 de novembro de 2013, artigo 309. Disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/115437>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

titulares direito do crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado”, ressalvado, ainda, o fato que a emissão de debêntures a ser realizada pelas sociedades limitadas empresárias deverá ser privada.

4.2. O Projeto de Lei nº 6.322, 11 de setembro de 2013 (“PL 6.322”)

Apesar de não ser tão complexo quanto o PL 487 que visa estabelecer novas regras para a constituição do Código Comercial Brasileiro, o PL 6.322, de iniciativa do Senhor Deputado Carlos Bezerra, tem o objetivo de viabilizar a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias.

Diante disso, o PL 6.322 tem como, em seu artigo 1º¹¹², a proposta à alteração da redação do artigo 52 da Lei das S.A., de modo que esse dispositivo passe a vigorar com a inclusão de parágrafo único que prevê que “semelhante faculdade é garantida à sociedade limitada, desde que observadas, no que couberem, as disposições deste Capítulo e a regulação aplicável”.

Nota-se que, no âmbito da justificção do PL 6.322, o Senhor Deputado Carlos Bezerra, além de destacar alguns fatos ressaltados pelo presente trabalho, como a maior quantidade de sociedades limitadas empresárias constituídas no Brasil quando comparada às sociedades por ações, Carlos Bezerra¹¹³ ainda resalta trecho da exposição de motivos da Lei das S.A., sendo o qual deveria ser estabelecida uma “ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado”¹¹⁴.

Apesar do PL 6.322 ainda estar em tramitação nas casas legislativas, conforme também menciona Bezerra¹¹⁵, a viabilidade da emissão de debêntures pelas sociedades limitadas

¹¹² BEZERRA, Carlos. Projeto de Lei nº 6.322, de 11 de setembro de 2013. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

¹¹³ BEZERRA, Carlos. *Op. cit.* Acesso em 18 de outubro de 2020.

¹¹⁴ Ministério da Fazenda. Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, p.1. Disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em 18 de outubro de 2020

¹¹⁵ BEZERRA, Carlos. *Op. cit.* Acesso em 18 de outubro de 2020.

empresárias, mesmo que exija custos operacionais para a sua realização, permite ao empresário a possibilidade de captação de recursos em taxas de juros mais vantajosas para as sociedades.

4.3. A MP 881 e o PL 3.324

Além dos dois projetos de lei anteriores, deve-se destacar que o assunto da viabilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias ganhou novo destaque ao longo do último ano devido à edição da MP 881, conhecida como medida provisória da liberdade econômica, e posteriormente convertida na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.

Isso ocorre porque o objetivo Lei 13.874 é de promover a livre iniciativa e exercício da atividade econômica, conforme dispõe o artigo 1º do referido ato legislativo¹¹⁶, entendimento este que está intrinsecamente relacionado à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias, visto que oferece um maior estímulo a investimentos e captação de recursos por outras sociedades.

Apesar do texto da MP 881 não ter previsto alterações legislativas de modo a possibilitar a emissão de debêntures por outras sociedades que não sejam as sociedades por ações, há ainda um outro projeto de lei de autoria do Senador Flávio Bolsonaro¹¹⁷ em tramitação perante o Congresso Nacional: o PL 3.324.

Nesse sentido, deve-se ressaltar que o PL 3.324 propõe alterações ao Código Civil de modo a viabilizar a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas e cooperativas, conforme disposições do artigo 2º do PL 3.324¹¹⁸, transcritas abaixo:

¹¹⁶ Lei 13.874: “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício da atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal.

¹¹⁷ BOLSONARO, Flávio. Projeto de Lei nº 3.324, de 16 de junho de 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/142510>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

¹¹⁸ OLSONARO, Flávio. *Op. Cit.*. Acesso em 18 de outubro de 2020.

Art. 2º A Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, passa a vigorar com as seguintes alterações:

‘Art. 1.055-A. A sociedade limitada 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’

(...)

‘Art. 1.093-A. A sociedade cooperativa 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’

Outro ponto importante que merece destaque é que o PL 3.324 ainda prevê a possibilidade da conversibilidade das debêntures emitidas em quotas da sociedade emissora¹¹⁹. Desse modo, o titular das debêntures emitidas por determinada sociedade emissora tornar-se-á sócio da referida sociedade quando ocorresse a conversão das debêntures. Diante disso, infere-se que esse fato diminui ainda mais o caráter pessoal da sociedade empresária limitada era discutido na doutrina brasileira, conforme já visto na presente monografia.

¹¹⁹ PL 3.324: “Art. 2º A Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, passa a vigorar com as seguintes alterações: (...) ‘Art. 1.055-A. A sociedade limitada 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’, (...) §2º As debêntures poderão ser convertidas ou permutadas em quotas da própria sociedade, não se aplicando ao aumento de capital derivado da conversão das debêntures o direito de preferência previsto no § 1º do art. 1.081”

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo da presente monografica, torna-se evidente, portanto, que, apesar da evolução histórica em relação aos mais diversos tipos de financiamentos para a exploração da atividade econômica pelo empresário: da Antiguidade aos atuais e grandes projetos de investimentos na área de infraestrutura, tais financiamentos fizeram parte da estratégia do empresário e, assim como as atividades econômicas, evoluíram com o decorrer do tempo.

A evolução das formas de financiamento fez com que, atualmente, haja um grande fluxo de contratação de dívidas pelos empresários e, principalmente, no âmbito do mercado de capitais brasileiros, por meio da emissão de debêntures. Ainda, concomitantemente à evolução das formas de financiamento, pode-se notar o desenvolvimento do conceito e diversas espécies de sociedades, em especial, a da sociedade empresária limitada.

Diante do exposto no presente trabalho, pode-se concluir que a evolução das sociedades limitadas empresárias também está relacionada com o seu caráter híbrido, de modo que as referidas sociedades possuem tanto características das sociedades de pessoas como das sociedades de capital, bem como o surgimento de diversas sociedades limitadas empresárias com um grande montante de capital social, explorando empreendimentos cada vez maiores, e o grande volume dessas sociedades no ordenamento jurídico brasileiro.

Devido à crescente necessidade de obtenção de financiamentos pelas sociedades limitadas empresárias, do destaque das emissões de debêntures no mercado de capitais brasileiro e dos projetos de lei recentes em tramitação no Congresso Nacional, o presente trabalho objetivou analisar a viabilidade da emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias no ordenamento jurídico brasileiro.

Após o exame das diferentes formas de emissão e de espécie de debêntures, bem como do embasamento doutrinário e da legislação brasileira em vigor, principalmente no que diz respeito à ausência de vedação legal para emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias e à regência supletiva da Lei das S.A., quando assim dispuser o contrato social, pode-se afirmar que

há uma base sólida de argumentação para a defesa da emissão de debêntures por esse tipo societário, mesmo que tais emissões estejam restritas às ofertas privadas ou às ofertas públicas com esforços restritos

Isso porque os dois tipos de ofertas citados acima são destinados a investidores específicos e a investidores profissionais, conforme definição do artigo 9º-A da Instrução CVM 539, o que mitiga a preocupação existente daqueles indivíduos contrários à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias em relação ao risco de investimentos no mercado de capitais brasileiro e a necessidade de regulação da CVM.

Contudo, o entendimento acima ainda não é viabilizado na prática, conforme posicionamentos contrários já manifestados pela JUCESP e pela JUCERJA em razão da estrita interpretação literal da norma positivada, de modo que, atualmente, apenas a emissão de debêntures pelas sociedades por ações são deferidas nas juntas comerciais.

Ainda, destaca-se a morosidade do Poder Legislativo, uma vez que há projetos de lei sobre a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias que estão em tramitação no Congresso Nacional desde 2013. Esse fato é extremamente prejudicial ao mercado de capitais brasileiro, pois o direito positivado não evolui simultaneamente às intenções e práticas adotadas no mercado.

Diante das considerações finais, considerando o aspecto econômico brasileiro atual, no qual há a constante procura dos empresários por empréstimos com taxas de juros cada vez mais baixas e o estímulo crescente de investidores, as emissões de debêntures pelas sociedades limitadas empresárias realmente não poderiam ser viáveis e benéficas ao mercado de capitais brasileiro?

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA. Mercado de capitais registra volume de R\$ 236,9 bilhões até setembro. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/integra.htm. Acesso em: 19 de outubro de 2020.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*. 2ª Edição. São Paulo. Ed. Almedina, 2016.

BEZERRA, Carlos. Projeto de Lei nº 6.322, de 11 de setembro de 2013, p. 2. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

BOLSONARO, Flávio. Projeto de Lei nº 3.324, de 16 de junho de 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/142510>. Acesso em 18 de outubro de 2020.

BRASIL. Código Civil Brasileiro. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 31 de outubro de 2020.

_____. Instrução normativa nº 400 da Comissão de Valores Mobiliários, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 26 de outubro de 2020.

_____. Instrução normativa nº 476 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 26 de outubro de 2020.

_____. Instrução normativa nº 539 da Comissão de Valores Mobiliários, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>. Acesso em: 7 de outubro de 2020.

_____. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 27 de outubro de 2020.

_____. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 31 de outubro de 2020.

_____. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm. Acesso em: 31 de outubro de 2020.

_____. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm. Acesso em: 3 de novembro de 2020.

_____. Lei das S.A. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em: 31 de outubro de 2020.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *Direito Societário*. 16ª Edição. São Paulo: Atlas, 2018.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. Subtítulo II: Da Sociedade Personificada. In: NANNI, Giovanni Ettore. (Org.). *Comentários ao Código Civil: direito civil contemporâneo*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora Saraiva, 2019.

CALHEIROS, Senador Renan, Projeto de Lei do Senado nº 487, de 23 de novembro de 2013, artigo 309. Disponível em <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/115437>. Acesso em 18 de outubro de 2020

CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195), 2ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial – Volume 2: Direito de Empresa*. 20ª Edição. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Mercado de dívida corporativa no Brasil – Uma análise dos desafios e propostas para seu desenvolvimento. São Paulo, 2019, p. 18. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190411-1.html>. Acesso em: 13 de março de 2020.

ESTADÃO CONTEÚDO. Estrangeiros respondem por 70% do investimento em infraestrutura no Brasil. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://exame.abril.com.br/economia/estrangeiros-respondem-por-70-do-investimento-em-infraestrutura-no-brasil/>. Acesso em 08 de maio de 2019.

FLACH, Pedro; DA SILVA, Layon. *Direito das Startups*. 1º Edição. Curitiba: Editora Juruá, 2015.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. *Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil*, 4ª edição. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012.

GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. (Org.). *Direito das Companhias*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

JUCESP. Deliberação JUCESP nº 02, de 25 de março de 2015. Disponível em: <http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Delibera%C3%A7%C3%A3o%2002-2015.pdf>. Acesso em: 17 de outubro de 2020.

MAIA, João. Projeto de Lei nº 2.646, de 14 de maio de 2020. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2252649>. Acesso em 28 de maio de 2020.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Ed. FGV, 2015.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21ª Edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2017.

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, Luis André N. de Moura; CASTRO, R. Monteiro de, Rodrigo. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito de Empresa*, 7ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2019.

SERASA EXPERIAN. MEIs puxam recorde histórico de novas empresas em 2019, revela Serasa Experian. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/meis-puxam-recorde-historico-de-novas-empresas-em-2019-revela-serasa-experian>. Acesso em: 11 de outubro de 2020.