

**ARTHUR MOTTA MILANEZI**

**FUNÇÃO ECONÔMICA E INTERPRETAÇÃO DA ESCRITURA DE EMISSÃO DE  
DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**ORIENTADORA: Professora Titular Dra. Paula Andrea Forgioni**

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo/SP**

**2020**

**ARTHUR MOTTA MILANEZI**

**FUNÇÃO ECONÔMICA E INTERPRETAÇÃO DA ESCRITURA DE EMISSÃO DE  
DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO**

Dissertação apresentada a Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação da Professora Titular Dra. Paula Andrea Forgioni.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo/SP**

**2020**

Catálogo da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

---

Milanezi, Arthur Motta

Função econômica e interpretação da escritura  
escritura de emissão de debêntures no direito  
brasileiro ; Arthur Motta Milanezi ; orientadora  
Paula Andrea Forgioni -- São Paulo, 2020.

139

Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em  
Direito Comercial) - Faculdade de Direito,  
Universidade de São Paulo, 2020.

1. Debêntures. 2. Escritura de emissão de  
debêntures. 3. Oferta pública. 4. Oferta privada. 5.  
Interpretação. I. Forgioni, Paula Andrea, orient. II.  
Título.

---

Nome: MILANEZI, Arthur Motta.

Título: *Função econômica e interpretação da escritura de emissão de debêntures no direito brasileiro*

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

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

## AGRADECIMENTOS

Muitas intempéries passa o estudante de Direito que se dispõe a realizar o curso de pós-graduação *stricto sensu* da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Comigo não foi diferente. Após quatro anos de estudo, entre elaboração de projeto e defesa desta dissertação, quase tudo mudou: minha visão de vida, minha perspectiva acadêmica e profissional, meu intelecto, minhas relações. A despeito disso, empreguei, nesses quatro anos, todo o meu esforço e suor para que o resultado desta dissertação servisse como uma contraprestação verdadeiramente útil à comunidade. Esse sempre foi o meu guia para enfrentar as naturais barreiras que se apresentam a um jovem estudante durante sua pesquisa.

Entretanto, limitar a dizer que este trabalho é apenas fruto do meu empenho seria egoísmo. Muitas pessoas fazem parte desta etapa. Ainda que não pelo auxílio direto à realização do trabalho, transmitiram-me paz e serenidade em conversas ou mensagens que garantiram a mim forças para que eu prosseguisse com minha função acadêmica. Mesmo que não me refira nomeadamente, saberão que fazem parte disso ao lerem este singelo agradecimento.

À Prof.<sup>a</sup> Paula A. Forgioni que, sem saber a fundo minha aptidão, confiou-me a missão. Ser seu orientando elevou meu nível intelectual e me trouxe grande experiência acadêmica. Serei eternamente grato e tentarei, ao máximo, continuar a propagar a boa doutrina comercial, como ela faz brilhante e incansavelmente.

Aos meus pais e irmão que sempre me ensinaram a importância de nunca se desviar de seus valores e de sempre lutar para entregar o melhor naquilo que se responsabilizou. Lições valiosas que foram imprescindíveis para o resultado desta dissertação. Foram vocês que, quando mais precisei, estiveram ao meu lado para mostrar as coisas boas que a vida me guarda.

Aos meus companheiros de trabalho enquanto estive em São Paulo. Ao Marques Rosado, Toledo César e Carmona Advogados, pela valiosa experiência de ter trabalhado ao lado de profissionais tão capacitados e, sobretudo, dedicados. Agradeço à Maria do Céu, Prof.<sup>o</sup> Carlos Alberto Carmona, Denis Giamondo Gierse, José Fernando de Mendonça Gomes Neto, José Augusto Bitencourt Machado e a toda a equipe do contencioso. Levarei a experiência de ter trabalhado com vocês por toda a vida. Não posso deixar de agradecer à Alessandra Martins de Souza, Natasha Midori Hinata e Mauro Vitória do Nascimento Neto

Marchiori, companheiros de Azevedo Sette Advogados, que tão bem me acolheram logo quando me mudei para São Paulo.

Aos meus irmãos da vida, meus amigos de Campinas e de Ribeirão Preto. Obrigado pelo companheirismo e por sempre me lembrarem que são as coisas simples da vida que devem ser valorizadas. Peço que nossa amizade continue assim, apesar da distância. Vê-los felizes e participar da vida de cada um me faz uma pessoa melhor.

Por fim, à Jéssica Pedro e sua querida família: “Para ser grande, sê inteiro: nada teu exagera ou exclui. Sê todo em cada coisa. Põe quanto és no mínimo que fazes. Assim em cada lago a lua toda brilha, porque alta vive”. Vocês fazem parte também. Obrigado por cada momento.

## RESUMO

MILANEZI, Arthur Motta. *Função econômica e interpretação da escritura de emissão de debêntures no direito brasileiro*. 2020. 139 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

Desde a Lei n.º 3.150/1882 até a Lei das S.A., a debênture foi historicamente regida pelo nosso ordenamento jurídico para cumprir a função de um título de dívida capaz de, mediante oferta pública ao mercado, operacionalizar a obtenção de recursos financeiros perante uma coletividade de indivíduos. Por outro lado, é importante reconhecer, igualmente, que a Lei não desautoriza a oferta privada de debêntures. Entre um contexto e outro, é possível notar que o privado detém um terreno mais fértil ao exercício da autonomia privada dos agentes por não se tratar de um negócio massificado, mas sim de cunho íntimo e peculiar. Assim, deixa a debênture de se mostrar, na prática, invariavelmente como um título de dívida destinado a angariar capital financeiro de modo pulverizado e despersonalizado. As condições da escritura de emissão, por sua vez, não devem ser sempre encaradas como unilateralmente concebidas pela companhia emissora, conforme normalmente ocorre nas colocações públicas de debêntures. Nas operações privadas, a tendência é que os debenturistas negociem as cláusulas antes de os títulos serem emitidos, não simplesmente aderindo ao que foi apresentado pela companhia. A partir dessa visão – mais adstrita à realidade do mercado –, observam-se relevantes lições sobre interpretação de escritura de emissão de debêntures. Considerando que as escrituras destinadas à colocação pública contêm cláusulas determinadas pelo mercado, e não em função do dinamismo do processo negocial, como se dá nas de caráter privado, imperioso destacar que o conteúdo daquelas deve ser interpretado de maneira mais restrita em comparação a estas para que haja guarida aos usos e costumes. Ademais, a correta aplicação dos arts. 112, 133, 422, 423 e 157, todos do Código Civil, passa necessariamente pela devida compreensão dos mencionados contextos em que escrituras de emissão podem ser levadas a efeito.

**Palavras-chave:** debêntures – escritura de emissão – ofertas públicas – ofertas privadas – interpretação.

## ABSTRACT

MILANEZI, Arthur Motta. *Economic function and interpretation of trust indenture in Brazilian law*. 2020. 139 p. Dissertation (Master's degree) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2020.

From Law n.º 3.150/1882 to Brazilian Corporate Law, the debenture has historically been governed by our legal system to fulfill the function of a debt security capable of operationalize the obtaining of financial resources with a collectivity of individuals. On the other hand, it is also important to recognize that the law does not disallow the private offering of debentures. Between one context and another, it is possible to notice that the private one holds more fertile ground to the exercise of the private autonomy of the economic agents because it is not a mass business, but one of an intimate and peculiar nature. Thus, it ceases the debenture to be invariably presented in practice as a debt security designed to raise financial capital in a pulverized and depersonalized manner. The conditions of the trust indenture, in turn, should not be viewed as unilaterally conceived by the issuing company, as normally occurs in public placement of debentures. In private operations, debenture holders tend to negotiate clauses before the securities are issued, not simply adhering to what was exclusively presented by the company. From this view – more closely related to the reality of the market - we can see valuable lessons on interpreting trust indentures. Considering that the trust indentures intended for public placement have clauses determined by the market and not due to the dynamism of the negotiation process, as in the case of private ones, it is imperative to emphasize that the content of these must be interpreted more narrowly in order to protect the market's consuetude. In addition, the correct application of articles 112, 133, 422, 423 and 157, all of the Brazilian Civil Code, necessarily requires proper understanding of the aforementioned contexts in which trust indentures may be carried out.

**Keywords:** debentures – trust indenture – public offerings – private placements – interpretation.



## SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO .....	11
1.1 Considerações iniciais e delimitação do objeto de pesquisa .....	11
1.2 Estruturação do trabalho considerando o objeto de pesquisa proposto .....	14
1.3 Justificativa e atualidade do tema .....	15
CAPÍTULO 2 – ANÁLISE DAS FORMAS DE COLOCAÇÃO DE DEBÊNTURES NO MERCADO .....	18
2.1 Ponderações iniciais: o estudo das formas de colocação de debêntures como ponto de partida .....	18
2.2 Breves considerações a respeito da evolução normativa da debênture no Direito brasileiro .....	19
2.2.1 Da primeira disciplina legal ao Decreto 177-A, de 15 de setembro de 1893 .....	19
2.2.2 A promulgação da Lei das S.A. e a modernização do regime jurídico da debênture .....	27
2.2.3 O regime jurídico da debênture historicamente concebido para regê-la enquanto veículo de captação pulverizada de recursos .....	30
2.3 As formas de colocação de debêntures e seus efeitos à compreensão da debênture e da escritura de emissão .....	32
2.3.1 Os estágios da emissão de debêntures segundo a doutrina nacional: criação, emissão e colocação.....	33
2.3.2 Colocações públicas e privadas de debêntures e seus diferentes contextos de consumação .....	36
2.3.3 Considerações finais: definição de premissas a partir das formas de colocação .....	43
CAPÍTULO 3 – A CARACTERIZAÇÃO DA DEBÊNTURE.....	46
3.1 A debênture possui uma única função ou pode exercer diversas finalidades econômicas? .....	47
3.2 A natureza jurídica da debênture: uma investigação histórico-doutrinária .....	53

3.2.1 Teoria contratualista e a debênture como uma fração de um contrato de mútuo sui generis.....	53
3.2.2 Teoria geral dos títulos de crédito e a inclusão da debênture nesse gênero...	56
3.2.3 Surgimento do mercado de capitais e a debênture como valor mobiliário....	60
3.2.4 Inexistência de uma classificação constante e válida para todas as debêntures.....	63
3.3 Considerações conclusivas sobre a caracterização da debênture .....	66

#### CAPÍTULO 4 – A CARACTERIZAÇÃO DA ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES.....70

4.1 A função econômica da escritura de emissão de debêntures.....	71
4.2 A natureza jurídica da escritura de emissão de debêntures segundo a doutrina nacional.....	74
4.3 Ainda sobre a natureza jurídica: a relação estabelecida entre companhia e debenturistas após a formalização da escritura de emissão.....	79
4.4 Um estudo empírico a respeito da concepção da relação entre companhia e debenturistas em emissões públicas e privadas .....	82
4.4.1 Escrituras de emissão de debêntures celebradas com a finalidade de angariar recursos financeiros no mercado de capitais .....	83
4.4.2 Escrituras de emissão de debêntures celebradas com a finalidade de angariar recursos de um único fundo de investimento em participações ...	87
4.5 Considerações conclusivas: a escritura de emissão e a forma de colocação das debêntures .....	94

#### CAPÍTULO 5 – ELEMENTOS PARA INTERPRETAÇÃO DE ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO.....96

5.1 A limitação ao pleno exercício da autonomia privada imposto pela Lei das S.A....	96
5.2 As diretrizes gerais de interpretação de escritura de emissão de debêntures .....	100
5.3 Diretrizes específicas: a aplicação das regras de interpretação do Código Civil à escritura de emissão de debêntures.....	103
5.3.1 Art. 112: da finalidade econômica à intenção comum das partes.....	107
5.3.2 Arts. 113 e 422: a boa-fé objetiva e os usos e costumes.....	112
5.3.3 Art. 423: a interpretação a favor do aderente/devedor .....	115
5.3.4 Art. 157: proteção à parte mais fraca a partir da identificação da lesão ...	120

CAPÍTULO 6 – CONCLUSÕES.....	122
REFERÊNCIAS.....	127
Referências complementares .....	135

# CAPÍTULO 1

## INTRODUÇÃO

### 1.1 Considerações iniciais e delimitação do objeto de pesquisa

A inquietação inicial que provocou a estruturação e elaboração desta dissertação foi, de um lado, o recente crescimento da importância das debêntures ao financiamento de companhias brasileiras e, de outro, a escassez de trabalhos monográficos abordando esse tema no Brasil. Segundo YAZBEK<sup>1</sup>, os estudos sobre a debênture encontram-se muito próximos aos debates sobre o mercado de capitais e os instrumentos nele negociados. Considerando que, historicamente, a debênture não foi um título relevante ao *funding* das companhias, não havia demanda por maiores formulações teóricas a respeito.

Entretanto, essa situação está progressivamente mudando. De acordo com a análise do Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial (IEDI)<sup>2</sup>, se o cenário atual se mantiver, com taxa real de juros em níveis mais próximos das internacionais e a redução da atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que passou a adotar taxas de financiamento referenciadas a taxas de mercado (TLP), “existem razões para acreditar que o mercado de capitais tem potencial de crescimento suficiente para se transformar na principal fonte de recursos de financiamento de longo prazo na economia brasileira”. Com efeito, nota-se que o volume de emissões de debêntures no mercado de capitais em 2018 e em 2019, até o mês de outubro, é substancialmente maior do que foi emitido nos anos de 2013, 2014, 2015 e 2016<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro *et al.* (coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 565-566.

<sup>2</sup> ROCCA, Carlos. Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais. In: ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de; CAGNIN, Rafael Fagundes (org.). *BNDES, mercado de capitais e o financiamento de longo prazo no Brasil*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI, 2018. Disponível em: [https://www.iedi.org.br/media/site/artigos/20181128\\_bndes.pdf](https://www.iedi.org.br/media/site/artigos/20181128_bndes.pdf). Acesso em: 7 jul. 2019.

<sup>3</sup> Conforme informa o boletim de mercado de capitais publicado mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), em 2018 o volume de emissão de debêntures foi de R\$ 153,716 bilhões. Até outubro de 2019, o volume foi de R\$ 138,493 bilhões. Entre 2013 a 2016, o maior volume de emissões ocorreu em 2014, momento em que R\$ 75,362 bilhões foram captados via emissão de debêntures. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-registra-captacao-de-r-312-bilhoes-no-ano.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-registra-captacao-de-r-312-bilhoes-no-ano.htm). Acesso em: 23 abr. 2019.

Diante do potencial que a debênture pode apresentar no atual cenário econômico como instrumento de captação de recursos, cabe aos pesquisadores do Direito revisitar a matéria para criarem um *corpus* doutrinário mais consistente a respeito de seus diversos aspectos. Em linhas gerais, os estudos sobre a debênture no Brasil situam-se em tratados de Direito Comercial ou em obras que analisam e comentam cada artigo da Lei das S.A. ou da Lei n.º 6.385/1976. Existe pouca – ou mesmo nenhuma, em alguns casos – produção científica elaborada exclusivamente sobre a debênture ou temas relacionados.

A escritura de emissão, por exemplo, é um desses temas que, não obstante sua relevância, ainda não foi enfrentado direta e especificamente pela doutrina. O art. 61 da Lei das S.A. estabelece que a companhia que emitir debêntures deverá fazer constar desse documento os direitos conferidos pelos títulos emitidos, suas garantias e demais cláusulas e condições. Nesse sentido, a celebração pela companhia de uma escritura que determine as “regras do jogo” é indispensável para que debêntures sejam emitidas no mercado.

Ao estudar a doutrina, clássica e atual, constata-se que os autores apresentam a debênture como título representativo de dívida que se presta, na sua essência, a captar recursos à companhia de maneira pulverizada e despersonalizada no mercado. Sob esse olhar instrumental a respeito da debênture, esse corpo doutrinário entende a escritura de emissão como um documento elaborado unilateralmente pela companhia emissora. Da escritura, portanto, emergiriam termos e condições não barganhados, cabendo aos debenturistas interessados na aquisição dos títulos emitidos a mera adesão ao conteúdo proposto pela companhia.

Se a análise recair tão somente sobre as colocações de debêntures levadas a efeito no mercado de capitais, esse entendimento se encontraria muito próximo da realidade, pois, por via de regra, a oferta de debêntures nesses casos se perfaz indistintamente aos investidores. Devido aos custos de transação, uma emissão como essa seria economicamente inviável, caso a companhia tivesse que negociar o conteúdo da escritura de emissão com cada interessado. Por essa razão, a companhia elabora unilateralmente os termos e as condições da escritura, observada a conjuntura do mercado, e apresenta aos investidores na forma de uma oferta. Aquele que a entender como um bom negócio, segundo sua ponderação entre risco e retorno, aderirá aos termos propostos mediante a subscrição dos títulos. Logo, o conteúdo da escritura de emissão não seria, nesses casos, resultado de uma barganha entre os agentes.

No entanto, não só no mercado de capitais que debêntures são emitidas. Paralelamente, esses títulos são ofertados e subscritos de maneira privada entre partes

determinadas. Agentes financeiros específicos (como acionistas da companhia, bancos ou fundos de investimentos), na prática, negociam e adquirem a totalidade de debêntures emitidas por uma empresa sob uma lógica de negociação diferente daquela observada nos casos de emissões realizadas no mercado de capitais. Essas emissões sucedem, não raro, de reuniões entre advogados e assessores financeiros dos envolvidos que negociam e estabelecem, em conjunto, as cláusulas da escritura de emissão antes de ela ser firmada pela companhia. O debenturista, aqui, influencia diretamente o conteúdo da escritura de forma a, consoante seu poder de barganha, proteger seus interesses no negócio entabulado por meio da emissão de debêntures, deixando de ser um mero aderente.

Esse aparente descompasso entre teoria e prática motivou a investigação sobre se o conteúdo da escritura de emissão de debêntures é, invariavelmente, reflexo da ausência de barganha entre companhia emissora e debenturista(s), conforme apresenta a doutrina comercialista atual. Para tanto, a análise da prática dos agentes de mercado se faz imprescindível para uma correta caracterização tanto da debênture como da escritura de emissão. PAULA A. FORGIONI<sup>4</sup> continuamente nos ensinou que “[a] tradição do direito mercantil sempre pregou a indispensabilidade da observação do comportamento dos agentes econômicos, da sua prática”. Nesse sentido, “[a] compreensão da realidade é pressuposto do estudo comercialista [...]”.

Todavia, o exaurimento dessa investigação em si não revelaria um desfecho prático à dissertação. Realizado o estudo, surgiria a indagação: *quais os efeitos de o conteúdo da escritura de emissão ser ou não fruto de um processo de barganha entre os agentes envolvidos?* Dessa questão emerge o objetivo central deste trabalho.

Diante da ausência de regras específicas ou mesmo de indícios doutrinários ou jurisprudenciais para a compreensão da escritura de emissão de debêntures, a proposição de elementos para a interpretação desse documento, que traz consigo termos e condições que regem os títulos emitidos, assume relevante papel para que se obtenha maior grau de segurança jurídica na verificação de sua licitude e de sua consonância com a intenção comum das partes envolvidas e com a finalidade econômica por elas pretendida.

Assim, esta dissertação tem como objetivo central apresentar as diretrizes gerais e específicas de interpretação de uma escritura de emissão de debêntures. No tocante às diretrizes gerais, este trabalho mostrará as razões para que a interpretação seja mais ou menos

---

<sup>4</sup> FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: RT, 2012. p. 26.

adstrita ao conteúdo da escritura, considerando o contexto no qual a emissão de debêntures foi levada a efeito – se no âmbito privado ou público. Como diretrizes específicas, por sua vez, estudaremos o real alcance de determinadas normas previstas no Código Civil que dizem respeito à interpretação de negócios jurídicos, tendo como plano de aplicação: a noção comercial da escritura de emissão e o fato de o conteúdo da escritura ter sido ou não fruto de barganha entre os agentes. A partir dessa análise, entendemos ser possível expor importantes considerações concernentes à interpretação de uma escritura de emissão de debêntures visando proporcionar previsibilidade e segurança no manuseio desse instituto.

## 1.2 Estruturação do trabalho considerando o objeto de pesquisa proposto

Considerando o propósito científico adotado, este trabalho foi estruturado para que as questões essenciais que influem na interpretação da escritura de emissão sejam compreendidas. Dessa forma, será possível, ao final, assimilar as razões das diretrizes gerais e específicas que devem guiar a atividade do intérprete ao lidar com uma escritura de emissão de emissão de debêntures.

Inicialmente, o Capítulo 2, mediante breve análise da evolução histórico-normativa, buscará apresentar que a disciplina jurídica da debênture sempre foi estruturada para regulá-la enquanto instrumento de captação de recursos de terceiros poupadores de maneira pública e despersonalizada no mercado. Diante dessa perspectiva do legislador, a doutrina pouco produziu a respeito das emissões privadas, muito embora sejam permitidas pela legislação e realizadas pelos agentes na prática. Após incursão sobre a posição dos doutrinadores diante de cada fase que compõe o procedimento para a emissão de debêntures, avançaremos ao principal objetivo desse capítulo: o estudo do contexto das operações privadas para diferenciá-lo daquele em que ocorrem emissões públicas. O exaurimento desse objetivo nos permitirá avançar ao estudo da debênture e da escritura de emissão munidos de uma premissa mais adstrita à realidade desses institutos.

Esclarecidos os contextos em que debêntures são emitidas pelos agentes econômicos, passaremos à caracterização da debênture no Capítulo 3. Esse objetivo será cumprido mediante a análise de dois de seus aspectos: sua função econômica e natureza jurídica. A investigação da função econômica se faz importante para compreender quais os motivos dos agentes no momento da emissão, isto é, qual sua *intenção comum* – importante vetor de interpretação de negócios empresariais. Pela análise da natureza jurídica, por outro lado, será possível delinear qual o regime jurídico aplicável ao título em cada caso.

O Capítulo 4, por sua vez, tratará da caracterização da escritura de emissão de debêntures. Analisaremos, tal como realizado no Capítulo 3, sua função econômica e sua natureza jurídica. Nesse ponto, aprofundaremos nossas considerações para demonstrar as diferenças que podem existir entre uma escritura levada a efeito no mercado de capitais e outra na esfera privada entre agentes determinados. Como não há apreciações na doutrina ou na jurisprudência a respeito, examinaremos casos concretos para realçar essas diferenças e comprovar que, nem sempre, os debenturistas simplesmente aderirão aos termos e condições de uma escritura de emissão de debêntures ponderados e elaborados unilateralmente pela companhia emissora.

Principalmente com base nessa premissa, delinearemos as diretrizes gerais e específicas para a interpretação de uma escritura de emissão no Capítulo 5. Antes, estudaremos os limites à autonomia privada na elaboração da escritura impostos pela Lei das S.A. Feitas essas considerações – importantes para a verificação de validade –, apresentaremos, como diretrizes gerais, nossas razões para justificar uma interpretação mais restritiva ao texto de uma escritura de emissão pública em comparação àquela que rege uma emissão privada. Por fim, enquanto diretrizes específicas, examinaremos o alcance das normas dos arts. 112, 113, 422, 423 e 157, todos do Código Civil, reputando a natureza comercial da escritura e a possibilidade de seu conteúdo ter sido, ou não, fruto de barganha entre os agentes econômicos envolvidos na emissão.

### 1.3 Justificativa e atualidade do tema

Sobre a atualidade do tema, tivemos a oportunidade de comentar a crescente relevância da debênture ao financiamento das empresas brasileiras. Com o esgotamento dos recursos públicos para o financiamento de projetos de investimento de longo prazo, os quais já foram responsáveis por noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos<sup>5</sup>, a tendência é de observarmos um paulatino aumento de emissões

---

<sup>5</sup> Nos termos da Exposição de Motivos da Medida Provisória n.º 517, de 30 de dezembro de 2010, que posteriormente foi convertida na Lei Federal n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, “o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não podem continuar como promotores quase que exclusivos de tais recursos *vis-à-vis* o risco de minarmos nossa capacidade de sustentação do crescimento. Atualmente, quase noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase sessenta e dois por cento dessa carteira” (BRASIL. Medida Provisória n.º 517, de 30 de dezembro de 2010. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, 31 dez. 2010. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MPV-517-10.htm). Acesso em: 18 maio 2018). Com efeito, LUCIANO COUTINHO, em artigo elaborado no ano de 2008,



de debêntures no mercado brasileiro como fonte alternativa de *funding*. Além disso, alguns outros fatores militam para esse cenário: um movimento progressivo de redução das taxas de juros<sup>6</sup> e o reconhecimento da inadequação dos mecanismos típicos de financiamento bancário que majoritariamente focam operações de curto prazo. Ainda que o desenvolvimento do mercado de debêntures enfrente outros desafios de ordem microeconômica<sup>7</sup>, é possível notar um aumento de emissões no mercado de capitais.

Conforme o uso de debêntures se intensifique no Brasil, a demanda por formulações teóricas a respeito aumentará para que arestas que eventualmente surjam sejam aparadas e a emissão desses títulos se torne segura e previsível aos agentes. No entanto, ressaltamos que a questão das debêntures é relativamente escassa nos estudos monográficos. Daí a justificativa de abordar a debênture como tema com o propósito de colaborar com esse recente desenvolvimento do instituto no Brasil.

Dentro do tema macro de debênture existem institutos que ainda não foram abordados especificamente pela doutrina. A escritura de emissão é um deles. Trata-se de documento indispensável à emissão de debêntures e que contém as cláusulas que regem os títulos emitidos. Por essa razão, entendemos que a correta compreensão da escritura é um passo importante no caminho para a construção de um corpo doutrinário mais robusto a respeito da debênture, dado que, na hipótese de discussões judiciais ou arbitrais envolvendo esse título, os termos e condições que constarem da escritura exercerão papel central na solução do caso.

Logo, esta dissertação tem como propósito traçar algumas linhas acerca da interpretação de escritura de emissão sob a justificativa de que, ao assim procedermos,

---

apontou que, “[n]ão obstante as significativas transformações dos mercados de crédito e de capitais, o BNDES continua tendo um papel essencial no financiamento de longo prazo. Isso porque o mercado de crédito continua focado em operações de curto prazo: quase metade dos financiamentos tem prazo de até 180 dias. O mercado de capitais, por seu turno, tem se destinado a financiar, sobretudo, capital de giro para as empresas. De modo geral, como se observa no Gráfico 3, as atividades ligadas à expansão da capacidade produtiva – tais como aquisição de ativos, investimento em imobilizado e implantação de projetos – não são objeto de destino dos recursos captados nos mercados de capitais. Assim, para financiar seus investimentos, as empresas seguem recorrendo, primordialmente, à geração própria de caixa e aos financiamentos do BNDES” (COUTINHO, Luciano. O papel do BNDES na economia brasileira. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 41, p. 42-48, jul./set. 2008).

<sup>6</sup> TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz. *O elo perdido*. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: *avaliação e propostas*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI/Instituto Talento Brasil, 2012. Disponível em: <http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2018.

<sup>7</sup> YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, 2013, p. 569-572.

será possível sistematizar os fundamentos jurídicos que subsidiem a atividade do intérprete tanto no tocante às escrituras celebradas em operações de emissões privadas como àquelas realizadas para reger emissões no mercado de capitais. O devido trato jurídico pelo intérprete é essencial para que haja segurança e previsibilidade na utilização da debênture pelos agentes econômicos, sobretudo em um cenário com poucas decisões judiciais a respeito e de pouca produção científica elaborada sobre o tema.

## CAPÍTULO 2

### ANÁLISE DAS FORMAS DE COLOCAÇÃO DE DEBÊNTURES NO MERCADO

#### 2.1 Ponderações iniciais: o estudo das formas de colocação de debêntures como ponto de partida

Antes de estudarmos o instituto da escritura de emissão de debêntures, especialmente os vetores que devem conduzir sua interpretação, necessário fixarmos premissas e elucidar pontos que tangenciam o tema da debênture, enquanto instrumento financeiro que tem na elaboração e assinatura da escritura de emissão um dos requisitos legais para sua emissão. A questão que pretendemos esclarecer neste capítulo são as formas de colocação de debêntures previstas na legislação – isto é, as vias pelas quais as companhias emissoras ofertam esses títulos ao mercado. Basicamente, existem duas: a colocação pública e a privada. Essa abstração inicial será importante para delinear as diferenças existentes entre esses meios e a influência de cada um na caracterização da debênture e da escritura de emissão.

Inicialmente, abordaremos, em linhas gerais, a evolução normativa da debênture no Direito brasileiro. Originalmente denominada como *obrigações ao portador*, a debênture surgiu no Brasil no século XIX e, desde então, foi significativamente alterada pelo legislador para se tornar um instrumento a ser negociado no mercado de capitais<sup>8</sup>. Veremos que o legislador sempre disciplinou a debênture para que cumprisse o papel de instrumento de captação de recursos de terceiros poupadores de maneira pulverizada. Em outras palavras, para que fosse ofertada de forma pública.

Em seguida, apresentaremos cada fase do procedimento de emissão por meio do qual as debêntures são lançadas no mercado sob o panorama legislativo atual. A despeito de a Lei das S.A. e suas posteriores alterações terem modernizado o regime jurídico da debênture

---

<sup>8</sup> Considerando que nossa intenção não é esgotar o arcabouço jurídico, mas demonstrar, de maneira geral, a evolução da abordagem do legislador com relação à debênture, não trataremos de todas as normas relativas a esse título. Conforme apontado pelos atualizadores da obra de PONTES DE MIRANDA, o arcabouço jurídico da debênture alcança diversas leis esparsas, bem como várias normas administrativas editadas pelo Conselho Monetário Federal, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários (*Tratado de direito privado*. Parte Especial. Direito das Obrigações. Títulos ao portador (continuação). Títulos nominativos. Títulos endossáveis. Atualizado por: Alcides Tomasetti Jr. e Rafael Domingos Faiardo Vanzella. São Paulo: RT, 2012. t. XXXIII, p. 373-374).

para que se tornasse um efetivo instrumento de captação de recursos no mercado de capitais, esse diploma permite que tais títulos sejam, paralelamente, colocados de forma privada entre partes determinadas. Entretanto, dada a perspectiva histórica do legislador relativamente à função da debênture, muito pouco se produziu na doutrina acerca dessas operações privadas.

Nesse sentido, aprofundaremos nossas considerações alusivas ao contexto em que emissões privadas são realizadas com o propósito de esclarecer como esse ambiente pode influenciar o conteúdo da escritura de emissão e o surgimento de debêntures com peculiaridades mais específicas em comparação àquelas que se originam de colocações levadas a efeito no mercado de capitais. A elucidação desse aspecto nos permitirá avançar no estudo da debênture e da escritura de emissão a partir de uma visão mais próxima da prática do mercado.

## **2.2 Breves considerações a respeito da evolução normativa da debênture no Direito brasileiro**

### *2.2.1 Da primeira disciplina legal ao Decreto 177-A, de 15 de setembro de 1893*

A primeira disciplina legal da debênture ocorreu, de fato, com a edição da Lei n.º 3.150, de 4 de novembro de 1882<sup>9</sup>. Antes dela, a Lei n.º 1.083, de 22 de agosto de 1860, somente autorizava emissão de notas, bilhetes, vales, papel ou título algum ao portador, mediante consentimento do Poder Legislativo, nos termos do seu art. 1.º, § 10. Sua promulgação foi motivada pelo receio de que uma crise se aproximasse dado o número de títulos emitidos com cláusula “ao portador” que garantia a livre circulação dos títulos por simples tradição<sup>10</sup>.

Ao contrário da Lei n.º 1.083/1860 – cujo objetivo era, entre outros, controlar a emissão de títulos ao portador não derivados de um mútuo<sup>11</sup> –, a Lei n.º 3.150/1882 referiu-se

<sup>9</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1944. v. 1, p. 37 e ss. Nesse sentido, também, CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1934. v. IV, Livro II, p. 100.

<sup>10</sup> SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1898. p. 31. No entanto, segundo relatos de INGLEZ DE SOUZA, a crise eclodiu em 1864 com a quebra do banqueiro Souto, gerando uma corrida dos portadores aos demais bancos para resgatarem seus títulos. Apoiado em estudos da época, o jurista aponta que a origem da crise foi o acentuado declínio da produção de café. A grande quantidade de títulos ao portador agravou a crise, mas não a iniciou, eis que a restrição à sua emissão já estava em vigor desde 1860 (SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 32, nota de rodapé n.º 86).

<sup>11</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Artigos 1.º a 105. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. I, p. 304-305.

expressamente aos empréstimos em dinheiro contraídos pelas sociedades anônimas mediante a emissão de obrigações<sup>12</sup>.

Ao regular o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas, a citada Lei permitiu-lhes a emissão de obrigações ao portador para captação de recursos. Ainda, dispensou a autorização legislativa, instituída pela Lei n.º 1.083/1860, para sua constituição e emissão de títulos ou obrigações. Conforme ensina INGLEZ DE SOUZA, deve-se a esse diploma legal o fim do preconceito de que os particulares seriam indignos de se obrigar com pessoa indeterminada e o reconhecimento da liberdade de os particulares transigirem entre si<sup>13</sup>.

Nos termos do art. 32 da Lei n.º 3.150/1882, foi permitido às sociedades anônimas contratar “empréstimo de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador”. Para estabelecer certa proteção aos futuros obrigacionistas, o art. 32, § 2.º, determinava que “os portadores de obrigações podem nomear um fiscal, que funcione conjuntamente com os de que trata o art. 14<sup>14</sup>, e com as mesmas atribuições”, para acompanhar as atividades da companhia emissora<sup>15</sup>. No mais, o art. 32, § 1.º, fixou um limite à importância do empréstimo, o qual “nunca poderá exceder a totalidade do capital social”<sup>16</sup>, e estabeleceu, no art. 32,

<sup>12</sup> Observa WALDEMAR MARTINS FERREIRA que referida Lei não se serviu do vocábulo *debenture*, originário da língua inglesa, e sim do termo *obrigações ao portador*. Aquela terminologia foi inserida no ordenamento jurídico, logo após, via Decreto n.º 8.821, de 30 de dezembro de 1882, regulamentário da Lei n.º 3.150/1882, no seu art. 21. Nesse momento, clássico comercialista explica que o termo *debenture* teve a “sua definitiva consagração, sem que nunca mais deixasse de ser usada, [a]ssim no fôro, como na bolsa” (FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 24). A respeito da terminologia, JOSÉ ROMEU GARCIA DO AMARAL complementa ensinando que o fato de o termo *debenture* ter sido inserido entre parênteses após a palavra *obrigações* no texto legal do Decreto n.º 8.821/1882, que regulamentou a Lei 3.150/1882, “demonstra entendimento à época de que debêntures e obrigações eram sinônimos” (*Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 30).

<sup>13</sup> SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 37.

<sup>14</sup> FRAN MARTINS assinala que “[o]s [fiscais] de que tratava o art. 14 eram pessoas nomeadas, para fiscalizar os atos de gestão da sociedade, como os conselhos fiscais posteriormente criados pelas leis subsequentes” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 305).

<sup>15</sup> Esse seria o embrião legal do que viria a se tornar o agente fiduciário no ordenamento jurídico atual. Nesse sentido, FRANCISCO JOSÉ PINHEIRO GUIMARÃES expõe que a Lei n.º 3.150/1882 determinou “algumas normas que perduram até hoje, como, por exemplo, a figura do agente fiduciário – um fiscal nomeado pelos debenturistas para dar pareceres sobre os negócios e as operações da companhia emissora” (*Debentures*. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Capítulo IV, p. 424). Em sentido contrário, AMARAL aponta que o art. 13 do Decreto n.º 2.519, de 22 de maio de 1897, seria a origem da figura do agente fiduciário (*Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 31).

<sup>16</sup> Essa restrição permaneceu no regime jurídico das debêntures até meados de 2011, quando a Lei n.º 12.431/2011 foi promulgada. Referida Lei revogou o art. 60 da Lei das S.A. e seus parágrafos que estabeleciam limites à emissão com base no capital social da companhia emissora. Para uma discussão mais aprofundada a respeito dessa revogação, cf. YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, 2013, p. 581-584.

§ 3.º, que era “licito aos mesmos portadores assistir às assembléas geraes e tomar parte nas discussões, sem voto deliberativo”. O Decreto n.º 8.821, de 30 de dezembro de 1882, que regulamentou a Lei n.º 3.150/1882, além de reiterar seus dispositivos, complementou o regime jurídico da debênture à época<sup>17</sup>.

Na última década do século XIX, vários Decretos foram editados para complementar o regramento da debênture<sup>18</sup>. Até a edição do Decreto n.º 177-A, de 15 de setembro de 1893, eram poucas as disposições legais que tratavam basicamente (i) dos requisitos legais do título; (ii) do limite de valor à emissão; (iii) da natureza privilegiada do crédito decorrente da emissão das debêntures; (iv) da possibilidade de os portadores de debêntures participarem de assembleias gerais, sem direito a voto, e de nomearem um agente para fiscalizar as atividades da emissora; e (v) da competência privativa do estatuto ou da assembleia geral para autorizar a emissão de debêntures.

Ao analisar esse contexto normativo, é possível compreender que a debênture fora regida à época para ser emitida pela companhia como um título de dívida perante uma coletividade, considerando, principalmente, a autorização legal para que os debenturistas nomeassem um fiscal para, em seu benefício, acompanhar as atividades da devedora. Nesse sentido, ainda que houvesse muita preocupação com a ausência de normas de proteção ao possuidor de boa-fé<sup>19</sup>, foi sob esse regime jurídico e nessa época que o mercado secundário

<sup>17</sup> Basicamente, esse Decreto previu os requisitos legais que deveriam constar do título da obrigação e atribuiu a competência para autorizar a emissão de debêntures ao estatuto ou à assembleia geral.

<sup>18</sup> Em linhas gerais e em ordem cronológica foram editados: (i) o Decreto n.º 164, de 17 de janeiro de 1890, que estabeleceu a natureza privilegiada do crédito decorrente da emissão de debêntures (para maiores detalhes a respeito desse Decreto, cf. RUSSEL, Alfredo. *Curso de direito commercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Livraria Scientifica Brasileira Süsskind de Mendonça & Cia, 1924. t. II, p. 133-137); (ii) o Decreto n.º 169-A, de 19 de janeiro de 1890, que sujeitou as debêntures que possuíssem hipoteca como garantia às regras previstas nesse diploma legal, especialmente às regras das hipotecas convencionais; (iii) o Decreto n.º 370, de 2 de maio de 1890, que, ao regulamentar o Decreto n.º 169-A/1890, conferiu privilégio especial às debêntures, assegurando sua preferência sobre o imóvel hipotecado quando concorressem com uma hipoteca constituída posteriormente à emissão do título; (iv) o Decreto n.º 917, de 24 de outubro de 1890, que, disciplinando o processo de falência, estabeleceu o direito de retenção de modo a assegurar ao credor a coisa pertencente de terceiro, mas que entregue pelo devedor em garantia, e a limitação do direito de reivindicar os títulos ao portador nos casos de obtenção fraudulenta, protegendo o devedor de possuidores de má-fé; (v) o Decreto n.º 434, de 4 de julho de 1891, o qual, ao consolidar as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anônimas, tão somente concentrou as disposições dos Decretos n.º 8.821/1882 e n.º 164/1890; e (vi) o Decreto n.º 149-B, de 20 de julho de 1893, que, dispendo sobre a recuperação de títulos ao portador, determinou que se aplicasse o procedimento estabelecido nesse diploma legal às obrigações ao portador.

<sup>19</sup> A esse respeito, INGLEZ DE SOUZA evidencia, ainda, as discussões em torno do projeto da Lei n.º 149-B, de 20 de julho de 1893, que buscava maior proteção ao possuidor de títulos ao portador de boa-fé (*Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 43-49).

de debêntures brasileiro gozou, de fato, de liquidez, eis que sua colocação no mercado era pulverizada ao público<sup>20</sup>.

O cenário jurídico das debêntures mudou drasticamente quando a crise financeira, conhecida como *encilhamento*, eclodiu<sup>21</sup>. A partir desse momento, seu regime jurídico passou a ser mais rígido, abrangendo mais normas e aprofundando a regulação daquelas que já existiam. Coube ao Decreto n.º 177-A, de 15 de setembro de 1893, como resposta aos abusos ocorridos na referida crise<sup>22</sup>, disciplinar específica e integralmente a emissão de debêntures<sup>23</sup>. Essas normas, que enrijeceram o regime jurídico<sup>24</sup>, regularam a debênture por anos.

<sup>20</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. v. I, t. 2, p. 16.

<sup>21</sup> MATTOS FILHO, mediante detalhado relato, ensina que a crise do encilhamento surgiu da permissibilidade legislativa iniciada com a Lei n.º 3.150/1882, desagregada de qualquer exercício do poder fiscalizatório do governo federal, e do excesso de liquidez originado para conter a crise que afetara a economia cafeeira à época (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 19-20). O caminho desse excesso, no entanto, não foi tão somente ao setor agrícola, então representativo de quase toda a economia do País, em virtude da desnecessidade de novos investimentos nesse setor que sofria pela falta de mão de obra. Logo, esses recursos financeiros foram destinados para, além de empreendimentos não rurais, investimentos de retorno duvidoso – entre eles, determinadas debêntures. Criava-se, assim, o cenário descrito por MATTOS FILHO como “clássico da formação de uma bolha especulativa”. Segundo referido doutrinador, mais dois eventos colaboraram com a eclosão da crise do encilhamento: “[u]m é o natural surgimento de aventureiros de toda espécie que buscavam ganhar dinheiro de qualquer maneira, o que levou à constituição de empresas com a única finalidade de arrecadar fundos pela emissão de ações e debêntures, fechando as portas após a colheita de recursos dos incautos. O outro evento, também ligado ao excesso de liquidez, foi, mesmo nas companhias sérias e bem-estruturadas, a excessiva e constante valorização dos papéis, criando a nossa primeira bolha no mercado de valores mobiliários. Após a crise, o mercado definha, vindo a ter uma recuperação tímida no final do século XIX que dura até a década de 1920; e, posteriormente, na década de 1970, culmina com a criação de outra bolha – só que desta vez o estouro ocorre somente com o mercado de ações, já que o mercado de debêntures nunca mais foi acessível aos pequenos investidores” (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 20).

<sup>22</sup> RUBENS REQUIÃO leciona que o Decreto n.º 177-A surgiu “como contenção da forte especulação que abalou o mercado nacional na crise de 1891, em que tiveram papel saliente as sociedades anônimas e seus títulos, e que passou ao registro da História como ‘encilhamento’” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2, p. 108). Nesse sentido, cf. também GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures*, 2017, p. 424.

<sup>23</sup> Nos termos de sua ementa, o mencionado Decreto regulou “a emissão de empréstimos em obrigações ao portador (debentures) das companhias ou sociedades anônimas”. Para detalhes e críticas sobre as discussões desse diploma legal entre os congressistas da época no plenário, cf. SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 50-63.

<sup>24</sup> A respeito desse enrijecimento, MATTOS FILHO, com base em estudos históricos da época, expõe que: “[t]alvez pela facilidade com que fossem emitidas, tendo como único limite o capital social subscrito, talvez pela pouca transparência da real situação financeira das sociedades emittentes resulta que normalmente se atribui à debênture, [...] a qualidade de ser um dos causadores da primeira grande crise do mercado de valores mobiliários nacional” (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 19). RUBENS REQUIÃO, por sua vez, complementa afirmando que a rigidez das normas instituídas pelo Decreto n.º 177/1893 “é responsável pela pouca utilização desse título como instrumento de captação de recursos financeiros [...]” (*Curso de direito comercial*, 2003, p. 108).

Para ilustrar esse endurecimento, destaca-se o art. 3.º desse Decreto, que voltou a prever a exigência de autorização legislativa – tal como era estabelecido na Lei n.º 1.083/1860 – para a emissão de “notas, bilhetes, ficas, vales, papel ou título, contendo promessa de pagamento em dinheiro ao portador”, sob pena de multa e prisão. MATTOS FILHO<sup>25</sup> elucida que o espírito do legislador, à época, era conferir maior transparência às ofertas de debêntures, além de garantir as emissões com o patrimônio da emissora. Para INGLEZ DE SOUZA<sup>26</sup>, tratou-se de um grave retrocesso.

Em suma, o Decreto n.º 177-A/1890 excluiu<sup>27</sup>, alterou antigas normas<sup>28</sup> e incluiu novas. Dentre estas, destacamos o art. 2.º, *caput*, que introduziu no regime jurídico das

<sup>25</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 21.

<sup>26</sup> “A faculdade de emitir títulos ao portador tem, pois, caminhado em sentido contrario aos progressos do Direito publico e privado. Depois da mais ampla liberdade, consentanea com os principios economicos e o fundamento racional do Direito, no periodo anterior a 1860; depois de larga tolerancia durante mais de trinta annos intermedios, volta-se ao rigor do regimen preconizado por Angelo Moniz [Lei n.º 1083/1860], que legisladores republicanos se comprazem em achar benigno” (SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 61).

<sup>27</sup> Duas disposições do regime anterior foram excluídas: (i) o direito de o portador de debêntures assistir as assembleias gerais e discutir as deliberações, sem direito a voto, disposto no art. 44, 1.º, do Decreto n.º 434/1891; e (ii) o direito de o portador de debêntures de nomear um agente para fiscalizar as atividades da emissora, previsto no art. 44, 2.º, do Decreto n.º 434/1891. A disposição sobre a possibilidade de os debenturistas nomearem um fiscal estava prevista no texto original, porém não foi adotado pelo Congresso Nacional, conforme lições de OCTAVIO MENDES: “O pensamento de transformar a multidão dos obrigacionistas ‘n’uma collectividade organica, unificada por uma representação commum e permanente, por uma solidariedade activa, por uma tutela legal contra as negligencias e abdicções do individualismo isolado, inerme, indifferente’, transparece com eloquencia no substitutivo de Ruy Barbosa, nas disposições que providenciam sobre a convocação dos obrigacionistas, dentro de um mez, a contar da abertura da emissão, para a eleição de um fiscal que represente em juízo a communhão dos obrigacionistas, independente de procuração e a quem incumbiria ‘diligenciar e concluir, em nome da mesma communhão, os actos concernentes aos privilégios, hypothecas ou outras quaesquer especies de preferencias e garantias estabelecidas na lei, ou convencionadas no empréstimos em segurança d’elle’. Estas ideias não foram, infelizmente, adoptadas no Congresso Nacional, ficando, assim, a multidão dos obrigacionistas, em caso de fallencia do emissor entregues a si mesmos, privados de uma representação commum [...]” (*Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*. 1919. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito de São Paulo, São Paulo, 1919, p. 67-68).

<sup>28</sup> Quanto às garantias, as mudanças ocorreram para harmonizar esse novo regime legal das debêntures com a disciplina das hipotecas e dos ônus reais da época (Decreto n.º 370, de 2 de maio de 1890). Nesse sentido, manteve-se a natureza privilegiada do crédito do portador de debêntures, preferindo a outros títulos de dívida, o que não prejudicaria “os credores hypothecarios, antichresistas e pignoratícios, quanto às hypothecas, às antichreses e aos penhores anterior e regularmente inscriptos” (art. 1.º, § 1.º, II, do Decreto 177-A/1893). Ademais, foi expressamente facultado à sociedade emissora gravar determinados bens do seu acervo patrimonial mediante hipoteca, anticrese ou penhor, nos termos do art. 1.º, § 2.º, do referido Decreto. Outras inovações legislativas podem ser notadas no tema da fixação de limite de valor à emissão e da assembleia geral cuja ordem do dia fosse a emissão de debêntures. Quanto à fixação do limite, o Decreto n.º 177-A/1893 criou exceções à regra, apontando situações em que o valor da emissão poderia ser superior ao do capital social fixado no estatuto. São elas, especificamente, conforme o art. 1.º, § 4.º, do Decreto n.º 177-A/1893: (i) as emissões realizadas por sociedades de crédito hipotecário (1.º); (ii) as emissões realizadas por sociedades de estradas de ferro navegação, colonização e mineração (2.º); e (iii) as emissões de sociedades que assegurem o excesso com títulos de dívida da União, dos Estados ou



debêntures um novo instituto, essencial ao procedimento de emissão desse título à época. Segundo referido dispositivo legal, “[a]utorizada assim a emissão, antes de levá-la a efeito os administradores da sociedade publicarão na folha oficial, e em uma das de maior circulação do lugar onde a emissão se houver de fazer, um manifesto [...]”.

Esse *manifesto* deveria apresentar uma série de informações, conforme indicadas nos itens do art. 2.º. Dentre elas, destacam-se: (i) o montante dos empréstimos anteriormente emitidos (art. 2.º, § 4.º); (ii) o valor e a remuneração da nova emissão (art. 2.º, § 5.º); (iii) a situação do ativo e do passivo da companhia (art. 2.º, § 6.º); e (iv) os bens hipotecáveis em garantia (art. 2.º, § 7.º). Algumas dessas informações deveriam constar, ainda, da lista de subscrição (art. 2.º, § 1.º), da cártula do título (art. 2.º, § 2.º) e, no caso de emissão pública, dos cartazes, prospectos, anúncios e notas de compras (art. 2.º, § 6.º). A inobservância dessas formalidades poderia acarretar, conforme o caso, a nulidade da emissão, ou perdas e danos em benefício dos debenturistas (art. 2.º, § 6.º). Além dessas informações, recaía sobre a sociedade emissora a obrigação de publicar, na primeira quinzena de cada semestre, o balanço do seu estado no último dia anterior (art. 2.º, § 8.º).

Ainda que breve, é possível concluir dessa análise que o regime jurídico estabelecido pelo Decreto n.º 177-A/1893 foi concebido para continuar disciplinando um título de dívida que serviria às companhias como um veículo de captação de dinheiro de maneira pulverizada no mercado, tal como ocorria no antigo regime. Não por outro motivo que esse Decreto compôs um sistema de publicidade de informações – via, sobretudo, o manifesto – e de nulidades, com intuito de proteger a poupança popular que havia sido lesada na crise do encilhamento<sup>29</sup>. O fato de a contraparte em uma emissão de debêntures ser uma coletividade motivou novas alterações ao regime jurídico do instituto.

---

das Municipalidades, cujo vencimento coincidissem com a das debêntures emitidas (3.º). Posteriormente, alerta WALDEMAR MARTINS FERREIRA que “o Decreto-lei n.º 1.392, de 29 de junho de 1939, autorizou as sociedades anônimas concessionárias de serviços públicos de águas, saneamento energia elétrica, a emitir debêntures em quantia superior à do capital estipulado nos seus estatutos” (*Tratado de sociedades mercantis*. 4. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1952. v. 3, p. 554). No que toca à assembleia geral, foram previstas regras que esclareciam o quórum de instalação e aprovação para a emissão de debêntures (art. 1.º, § 5.º). Referido diploma legal determinava, ainda, a obrigatoriedade de a ata, concernente à assembleia geral, conter “as condições essenciais da emissão” (art. 1.º, § 6.º) e de ser publicada (art. 1.º, § 5.º), sob pena de nulidade (art. 1.º, § 7.º).

<sup>29</sup> Conforme MATTOS FILHO leciona, tratava-se de um regime jurídico editado como resposta “aos desmandos e falcatruas cometidos por alguns emitentes e investidores que, dotados de informações não disponíveis no mercado, auferiram enormes lucros, causando, como consequência, enormes prejuízos aos vendedores, antes e durante a subida dos preços, e aos compradores, quando da eminência do desastre” (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 21).

A edição do Decreto n.º 22.431, de 6 de fevereiro de 1933, teve como propósito regular especificamente uma das peculiaridades das debêntures: a comunhão de interesses entre os detentores desse título<sup>30</sup>. Essa comunhão decorre da divisão do valor da emissão entre diversos credores, cujas frações terão o mesmo valor e estarão sujeitas às mesmas regras (seja quanto ao seu vencimento, sua remuneração, suas garantias etc.). Entretanto, na perspectiva do detentor do título, cada debênture era considerada fonte de obrigação autônoma, cabendo ao debenturista, individualmente, a defesa do crédito originado somente do(s) título(s) que portasse. A partir dessa perspectiva, surgiam discussões individuais, ou com parcela de debenturistas, a respeito de questões que atingiam a todos os portadores de debêntures da mesma emissão e série<sup>31</sup>.

Diante dessa situação, coube, inicialmente, ao Decreto n.º 22.431/1933 identificar a comunhão de interesses entre os portadores de debêntures da mesma categoria, bem como regular o exercício do direito dos debenturistas como integrantes dessa comunhão. Ao interpretar o art. 1.º desse ato normativo, WALDEMAR MARTINS FERREIRA ensina que o texto legal “[r]econhecia resultar a comunhão de interesses do simples fato do empréstimo, ou seja, desde o momento de sua subscrição”<sup>32</sup>, no qual os debenturistas se revestem de iguais

<sup>30</sup> Alerta WALDEMAR MARTINS FERREIRA, no entanto, que não foi esse ato normativo o primeiro a cogitar dessa comunhão. O art. 4.º, § 2.º, do Decreto n.º 177-A/1893 já reconhecia explicitamente a existência do estado de comunhão entre os debenturistas (*Tratado de sociedades mercantis*, 1952, p. 547). Ademais, é preciso ressaltar que antes do Decreto 22.431/1933, em 22 de maio de 1897, o governo publicou o Decreto n.º 2.519 para regulamentar o art. 5.º do Decreto n.º 177-A/1893, o qual autorizava a emissora a celebrar um acordo com debenturistas que representassem, ao menos, mais de dois terços do valor total emitido, a respeito do resgate ou pagamento das obrigações na hipótese de a emissora estar em estado de insolvência ou de liquidação.

<sup>31</sup> Nesse sentido, OCTAVIO MENDES ensina que: “[...] se do lado passivo, a dívida é uma só, formando um todo homogêneo, do lado activo cada credor pôde agir individualmente por si só, já requerendo a fallencia, já declarando o credito correspondente às obrigações de que seja portador. Casos há, porém, em que o obrigacionista não age individualmente, mas em nome da communhão de que faz parte. Assim, por exemplo, no caso previsto no art. 4.º, § 3.º, do Dec. 177-A, em que ‘qualquer obrigacionista poderá promover a inscripção do emprestimo, sanar as lacunas, irregularidades ou inexactidões ocorrida na inscripção feita pelos directores’. Nesse caso, o obrigacionista que assim proceder, agirá como representante, e em benefício de toda a communhão dos obrigacionistas, notando-se que esta expressão é tirada do proprio decreto, como se vê do art. 4.º, § 2.º” (*Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 66). A respeito da regulação do conflito entre maioria e minoria em assembleia geral de debenturistas, sob a égide da Lei das S.A. e do Decreto n.º 781/1938, cf. em WALD, Arnoldo. O regime jurídico da comunhão de debenturistas e as condições de validade e oponibilidade das deliberações assembleares. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 94, p. 5-12, abr./jun. 1994. Especificamente sobre comunhão dos debenturistas, agente fiduciário e assembleia dos debenturistas à luz do atual ordenamento societário, cf. PINTO JR., Mario Engler. Debêntures. Direitos de debenturistas. Comunhão e assembleia. Agente fiduciário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXI, n. 48, p. 25-37, out./dez. 1982.

<sup>32</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de sociedades mercantis*, 1952, p. 548. Nessa linha, OCTAVIO MENDES, destinando um capítulo de sua obra para diferenciar a relação que nasce da comunhão daquela que nasce da constituição de sociedades, prescreve que, “[a]liás, a communhão é um estado de facto, nasce

obrigações e direitos, exercitáveis no mesmo peso e medida. Era a comunhão, portanto, uma imposição legal.

A edição do Decreto n.º 781, de 12 de outubro de 1938, que revogou o Decreto n.º 22.431/1933, alterou essa orientação. Nos termos do art. 1.º do Decreto n.º 781/1938, a instituição da comunhão entre os debenturistas passou a ser uma faculdade da emissora<sup>33</sup>. Conjecturada a comunhão de interesses conforme as condições legais, os atos relativos ao exercício dos direitos dos debenturistas dispostos nos documentos da emissão, cujos efeitos se estendiam à coletividade, ficavam reservados às deliberações em assembleias gerais ou ao representante devidamente eleito pelos portadores dos títulos<sup>34</sup>.

Desde o século XIX até meados do século XX, nota-se que as normas editadas para reger a debênture tinham como pressuposto um negócio jurídico a ser realizado entre, de um lado, uma companhia e, de outro, uma coletividade de debenturistas. À primeira vista, portanto, poder-se-ia cogitar que debêntures somente seriam frutos de uma emissão pública que visaria a participação massiva de investidores/credores, com interesses menos concentrados e com riscos dissipados.

Este cenário jurídico motivou WALDEMAR MARTINS FERREIRA<sup>35</sup> a traçar breves considerações a respeito da licitude de operações privadas:

[...] [p]alavras não se deparam no decr. n. 177-A, de 15 de setembro de 1893, permitindo ou vedando a subscrição particular do empréstimo. Dvidou-se, por isso, de sua possibilidade. Em muitos casos, entretanto, e tanto valem as circunstâncias! ela se ha realizado publica se tratasse. Aberta esta, apresenta-se subscritor único de todo o montante do empréstimo. Capitalista. Banco. Uma só assinatura na lista ou boletim subscricional. Operação perfeita e acabada. À recepção, pela sociedade, da quantia segue-se a entrega, por esta, das cautelas ou dos títulos definitivos das debênturas.

---

*ex-re, potius quam ex-persona.* Dada a coexistência de interesses, uma vez que nenhum dos interessados conferiu a um ente moral a sua quota, que assim tem o direito de realizar, retirando-a quando quizer, independente da annuencia dos demais interessados, a existencia da communhão não póde ser negada, e se caracteriza pela perfeita autonomia de cada um dos communheiros” (*Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 76).

<sup>33</sup> Para criá-la, era necessário o cumprimento de duas condições. A primeira, a previsão de cláusula no manifesto no sentido de criar o estado de comunhão de interesse entre os subscritores das debêntures. A segunda, a inscrição dessa cláusula na escritura pública, devidamente inscrita no cartório de registro de imóveis.

<sup>34</sup> Por esse motivo, o Decreto n.º 781/1938 regula as matérias que poderiam ser deliberadas pelos debenturistas (art. 3.º), as regras de convocação (art. 4.º) e de instalação (art. 10) dessas assembleias gerais, os quóruns de deliberação (art. 9.º) e demais questões intrinsecamente relacionadas à tomada de decisões em colegiado.

<sup>35</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 190.

Ao depois, a distribuição destas aos clientes do banco subscritor ou seu enfeixamento em poder do capitalista aplicador do seu dinheiro.

Com o surgimento ainda tímido do mercado de capitais no Brasil, novas leis vieram para adaptar as normas da debênture a seu novo meio de circulação. De meados do século XX em diante, o Poder Legislativo prosseguiu modernizando o regime jurídico da debênture, mas ainda regulando-a como um título de dívida a ser criado e ofertado pela companhia a um número indeterminado de indivíduos.

### 2.2.2 *A promulgação da Lei das S.A. e a modernização do regime jurídico da debênture*

Buscando criar um cenário jurídico propício ao surgimento de um verdadeiro mercado de capitais, foi promulgada a Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965<sup>36</sup>. A constatação da época era que o sistema financeiro privado nacional não direcionava seus recursos na forma de empréstimos de longo prazo, necessários para financiar projetos de extensa maturação<sup>37</sup>. Nesse contexto, a Lei n.º 4.728/1965 estabeleceu regras para disciplinar, entre outros temas inerentes ao mercado de valores mobiliários, as emissões de ações e obrigações – incluída, nestas, a debênture.

De acordo com os apontamentos de EDMUR DE ANDRADE<sup>38</sup>, é possível destacar três inovações: (i) a possibilidade de emissão de debêntures nominativas endossáveis (não se limitando à emissão de debêntures como títulos ao portador, conforme previsto no Decreto n.º 177-A/1893) (art. 40); (ii) a criação da debênture com cláusula de correção monetária, mecanismo indispensável para tornar as debêntures atrativas em época de enorme desvalorização monetária (art. 26); e (iii) a criação das debêntures conversíveis em ação (art. 44)<sup>39</sup>.

<sup>36</sup> Importante destacar que o Decreto n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, que disciplinava o regime jurídico das sociedades anônimas à época, não tratou das debêntures. Esse diploma tão somente estabeleceu à assembleia geral a competência privativa de deliberar a criação e a emissão de obrigações (art. 98, parágrafo único, *c*) e atribuiu quórum especial para essa deliberação (art. 105, *c*).

<sup>37</sup> Sobre essa constatação, cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 25; e MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 311.

<sup>38</sup> PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes. *Aspectos jurídicos da emissão de debêntures conversíveis em ações*. 1986. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 6.

<sup>39</sup> Na percepção de MATTOS FILHO, a intenção do legislador foi a de criar um instrumento entre a debênture simples (título de dívida) e a ação (título de participação), de modo que o investidor, como credor da sociedade emissora, possa avaliar a conversão da debênture para se tornar ou não acionista (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 26). Segundo LEÃES, a combinação entre diferentes esquemas negociais, tal

A doutrina entende a Lei n.º 4.728/1965 como um passo legislativo importante na construção da debênture como um título que pudesse, de fato, ser adotado pelas sociedades como meio de captação pulverizada de recursos financeiros. Até então, sob o regime do Decreto n.º 177-A/1893, reconhecidamente um instrumento pouco utilizado<sup>40</sup>.

Em seguida, foi promulgada a Lei das S.A., em 15 de dezembro de 1976. Sua exposição de motivos aponta que esse diploma reformulou “inteiramente o instituto da debênture”. O objetivo era adaptar a disciplina jurídica da debênture para que fosse empregada pelas sociedades como um instrumento do mercado de capitais, isto é, um genuíno valor mobiliário<sup>41</sup>. Em linhas gerais, a Lei das S.A. aproveitou parte do que existia na legislação até então vigente, eliminou certos óbices que dificultavam o amplo uso das debêntures e introduziu algumas complementações com intuito de promover o lançamento desse valor mobiliário de modo pulverizado no mercado<sup>42</sup>. Foi sob esse enquadramento legal que a

---

como proporcionam as debêntures conversíveis, possibilita maior atração a esses títulos, eis que conferem a possibilidade, “de um lado, aos debenturistas de se tornarem sócios da sociedade devedora (se a nova situação lhes convier), à vista dos resultados acusados pela mesma, e, de outro lado, à sociedade emissora de transformar capital de crédito em capital de risco” (*Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. p. 779).

<sup>40</sup> FRAN MARTINS assim leciona a respeito da promulgação da Lei n.º 4.728/1965: “[d]ava-se, assim, um passo vigoroso para a atualização do instituto entre nós, bastante antiquado, segundo as normas do Decreto 177-A e, por isso mesmo, pouco utilizado pelas empresas comerciais. Essas, em face das dificuldades criadas pelo Decreto 177-A, sempre preferiam outros meios para a obtenção de recursos, a fim de atender às suas necessidades, sem recorrer, ou recorrendo muito pouco, às debêntures, que seria o instrumento apropriado para esse fim” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 310-311). RUBENS REQUIÃO também leciona nessa linha (*Curso de direito comercial*, 2003, p. 108). Por fim, importante destacar a exposição de motivos da Lei das S.A. que também realça os malefícios do regime anterior sobre a emissão de debêntures no mercado de capitais: “[o] Projeto reformula inteiramente o instituto da debênture, até hoje regulado pelo Decreto n.º 177- A, de 15.09.1893, expedido em reação ao encilhamento de 1891, e cuja rigidez contribuiu para a pouca utilização, entre nós, dessa modalidade de valor mobiliário como instrumento de financiamento da companhia mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais”.

<sup>41</sup> RUBENS REQUIÃO alude que: “[a] lei atual reformulou inteiramente o instituto, só usando da expressão ‘debêntures’, e dedicou-lhe o extenso capítulo V, regulando-o minuciosamente. Pretende-se, atualmente, instituir a debênture como um mecanismo a ser prestigiado pelos investidores no mercado de capitais, como instrumento de importantes financiamentos das companhias” (*Curso de direito comercial*, 2003, p. 108).

<sup>42</sup> Para ilustrar essa afirmação, a Lei das S.A. estabeleceu (i) a possibilidade de emissão de debêntures sem vencimento prefixado, sujeito a verificação de determinados eventos (art. 55, § 3.º); (ii) os tipos de remuneração que podem ser previstos em benefício do investidor (juros fixos ou variáveis, participação nos lucros e/ou prêmio de reembolso) e os tipos de garantias que a debênture pode gozar (real, flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores), ampliando as espécies de debêntures que podem ser emitidas (arts. 56 e 58); (iii) as regras de conversibilidade de debêntures em ações (art. 57); (iv) as atribuições do agente fiduciário (arts. 66 a 69); (v) a competência do conselho de administração de companhia aberta para deliberar sobre determinadas características da emissão deliberada em assembleia geral (art. 59, § 1.º); e (vi) os mecanismos de deliberação entre os debenturistas (art. 71). Além dessas disposições, que se concentram no seu Capítulo V (arts. 52 a 74), a Lei das S.A. disciplinou mais regras, esparsas no seu corpo, que realçam ainda mais o detalhamento que o regime jurídico das debêntures sofreu após sua promulgação. Conforme detalha AMARAL: “artigos 101 (referente à escrituração eletrônica do

debênture, em comparação ao regime jurídico do Decreto n.º 177-A/1893, passa a ocupar um lugar de maior destaque no processo de captação de recursos perante terceiros poupadores<sup>43</sup>.

Mais adiante, outras Leis foram promulgadas para alterar o diploma societário e modernizar o regime jurídico da debênture para torná-la cada vez mais um instrumento útil e apto a ser emitido e negociado no mercado de capitais pátrio<sup>44</sup>. Destas, ressaltamos a mais recente: a Lei 12.431, de 24 de junho de 2011, oriunda da Medida Provisória n.º 507, de 30 de dezembro de 2010. Essa Lei, cuja motivação inicial foi a de estabelecer incentivo fiscal àqueles que investissem em determinadas debêntures, destinou-se também a modernizar o regime jurídico das debêntures, atacando determinados pontos que obstavam a emissão de debêntures no mercado de capitais brasileiro, seja porque criavam custos desnecessários ou porque, após 30 anos de vigência da Lei das S.A., se tornaram obsoletos<sup>45</sup>.

Basicamente, as alterações promovidas pela Lei n.º 12.431/2011 abrangeram seis pontos: (i) o ajuste dos regimes da amortização de debêntures e de seu resgate parcial; (ii)

---

registro de propriedade das debêntures); 109, IV (direito essencial do acionista à preferência na subscrição de debêntures conversíveis em ações); 122, IV (competência privativa da assembleia geral para autorizar a emissão de debêntures); 163, III (opinião do Conselho Fiscal sobre a emissão de debêntures); 166, III ( aumento de capital por meio de conversão de debêntures em ações); 171, § 3.º (direito de preferência dos acionistas à subscrição de debêntures conversíveis); 172 (hipóteses excepcionais de exclusão do direito de preferência à subscrição de debêntures conversíveis em ações); 174, § 3.º (direito de oposição dos debenturistas à redução de capital, sujeitando-a à aprovação prévia em assembleia especial); 231 (direitos dos debenturistas em operações de incorporação, fusão ou cisão da companhia); 287, II, ‘d’ (prazo prescricional da ação de reparação dos debenturistas em face do agente fiduciário); e 296, § 2.º (proteção aos direitos pecuniários dos debenturistas em razão da entrada em vigor da LSA – disposição transitória)” (*Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 32).

<sup>43</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 26.

<sup>44</sup> A Lei n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, que, em função da proibição de emissão de títulos ao portador e endossáveis disposta na Lei n.º 8.021, de 12 de abril de 1990, ajustou a redação do art. 63, *caput*, da Lei das S.A., para determinar que as debêntures seriam apenas emitidas na forma nominativa. Isso significou que, a partir de então, a circulação e a transferência das debêntures poderiam ser realizadas tão somente por meio da assinatura de um termo a ser lavrado no livro de Transferência de Debêntures Nominativas. Na sequência, a Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, trouxe mais uma inovação ao acrescentar o § 2.º no art. 63 da Lei das S.A. e criar as debêntures escriturais. Trata-se de uma vertente das debêntures nominativas, em virtude de serem emitidas e transmitidas por meio de um sistema de registro – crucial para a circulação dos títulos no mercado de capitais. A diferença é que, no caso das debêntures escriturais, os títulos são registrados em sistema eletrônico de instituição financeira contratada para prestar esse serviço. Atualmente, portanto, existem duas espécies de debêntures, no que tange à sua circulação: as nominativas e as escriturais. Além dessa alteração, AMARAL ressalta as seguintes modificações realizadas pela Lei n.º 10.303/2001: (i) a exigência de certificado para sua emissão; (ii) a livre pactuação de referenciais para correção monetária; (iii) a permissão para pagar o principal e acessório em bens, à escolha de debenturista; (iv) a autorização para emissão de debêntures simples pelo conselho de administração da companhia; e (v) a alteração do local de inscrição da escritura de emissão (do registro de imóveis para o registro do comércio) (*Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 33).

<sup>45</sup> YAZBEK, Otávio. *A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil*, 2013, p. 572.

a flexibilização da recompra de debêntures pela sociedade emissora; (iii) o estabelecimento de competência para o conselho de administração deliberar sobre debêntures de qualquer espécie, observado, para aquelas que forem conversíveis em ações, o limite do capital autorizado; (iv) a permissão de realização de emissões concomitantes de debêntures; (v) a retirada do limite à emissão de debêntures baseado no valor do capital social; e (vi) a permissão da contratação de um mesmo agente fiduciário para distintas emissões de uma mesma companhia<sup>46</sup>.

### *2.2.3 O regime jurídico da debênture historicamente concebido para regê-la enquanto veículo de captação pulverizada de recursos*

Por todo o exposto, nota-se que o regime jurídico da debênture sofreu diversas modificações ao longo do tempo. Entretanto, essas alterações foram implementadas com o objetivo de tornar a debênture um instrumento financeiro seguro, para quem investe, e capaz de operacionalizar, para quem emite, a obtenção pulverizada de capital perante diversos poupadores.

Nesse sentido, a disciplina jurídica, no decorrer do tempo, foi compreendendo normas para (i) reger a relação entre os debenturistas; (ii) atribuir deveres de *disclosure* à companhia emissora; (iii) estabelecer regras de validade ao título de modo a garantir sua segura circulação entre terceiros de boa-fé, entre outras. Com o surgimento ainda tímido do mercado de capitais brasileiro, passou o legislador a alterar essas normas para adaptá-las ao novo meio de circulação da debênture, bem como a equipar esse título com novas ferramentas no anseio de que se tornasse um valor mobiliário mais útil aos agentes.

A despeito de o aparato jurídico ter sido construído para que debêntures fossem colocadas de maneira pública a um número indeterminado de interessados, é preciso ressaltar que esse mesmo aparato não desautoriza a oferta para determinados e poucos agentes – ou mesmo para apenas um. A Lei das S.A. manteve a possibilidade de colocações privadas, tal como era admitido pelo revogado Decreto n.º 177-A/1893. Nesse diploma, a permissão não era expressa, mas pode ser subentendida, dado que, além de não vedar expressamente,

---

<sup>46</sup> Para uma discussão mais profunda sobre cada uma dessas alterações e seus impactos no regime jurídico das debêntures, cf. YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, 2013, p. 573-589; e LORIA, Eli. Alterações da lei societária pela Lei 12.431/2011. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 53, p. 211-225, jul./ago. 2011.

criou regra específica às colocações públicas<sup>47</sup>. O diploma societário em vigência, por sua vez, rege indistintamente as sociedades anônimas de capital aberto e fechado no capítulo das debêntures, não havendo óbice às companhias que não têm acesso ao mercado de capitais de lançar debêntures de maneira privada.

A respeito desse ponto, DINIZ<sup>48</sup> obtempera que:

[...] [e]m princípio, às sociedades anônimas abertas seria mais eficiente essa forma de captação de recursos, justamente por se franquear a subscrição pública como valor mobiliário (art. 2.º da Lei 6.385/1976), dissipando os riscos, potencializando a participação maciça de vários investidores/credores e com interesses menos concentrados. Todavia, a companhia fechada não está impedida de buscar recursos de terceiros por meio da capitalização por debêntures. Além da própria Lei das S.A. regular indistintamente as companhias no capítulo das debêntures, a técnica supletiva de nossos regramentos societários faculta a operação. Nesse sentido, se houver viabilidade econômico-financeira na captação de recursos através de debêntures, a companhia fechada poderá optar (a) pela emissão pura e simples para agentes financeiros específicos (que estão aumentando essa escolha de instrumentação da dívida) ou (b) pela subscrição pública decorrente das recentes aceitações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através das Instruções Normativas 476/2009 e 482/2010.

A hodierna doutrina, ao analisar os diferentes aspectos entre um tipo de emissão e outro, limita-se a apontar para quem a oferta dos títulos é realizada<sup>49</sup>. Entendemos que o fato de o regime jurídico da debênture historicamente discipliná-la para que fosse utilizada como forma de angariação pulverizada de recursos privados no mercado, aliado à sua baixa participação no financiamento das empresas nacionais – sobretudo via oferta privada de títulos<sup>50</sup> –, levou a doutrina a traçar poucas considerações a respeito dos atributos das emissões

<sup>47</sup> O art. 2.º, § 6.º, do Decreto n.º 177-A/1893 prescrevia que: “[n]os casos de venda pública de obrigações, os cartazes, prospectos, anuncios e circulares, bem como as notas de compra, conterão as declarações exigidas para a emissão neste artigo, ns. 1 a 5”.

<sup>48</sup> DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de capitalização societária. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 49, p. 6, jan./mar. 2012.

<sup>49</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Comentários à lei. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 624; BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 112; e GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: RT, 2010. p. 108.

<sup>50</sup> Em 1982, a Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais (Abamec), em seminário dedicado ao tema da debênture, destacou a baixa oferta privada de debêntures à época, “tendo em vista o generalizado desconhecimento desse valor mobiliário por parte dos administradores das companhias”. Nesse sentido, acreditava-se “que o volume de circulação de debêntures emitidas, sem registros na CVM é ainda insignificante, chegando, pois, a apenas uma fração do montante das debêntures ofertadas publicamente, o que não acontece no caso de ações onde o volume de emissões privadas é muitas vezes



privadas e de seus efeitos para a caracterização da debênture e da escritura de emissão. Nesse sentido, faz-se necessário um breve exame acerca das etapas que compreendem o procedimento para a emissão de debêntures, consoante as lições da doutrina, para, então, investigarmos as diferenças circunstanciais que existem entre operações públicas e privadas e seus efeitos ao tema proposto.

### **2.3 As formas de colocação de debêntures e seus efeitos à compreensão da debênture e da escritura de emissão**

À disposição dos agentes econômicos encontra-se a debênture que pode ser criada e emitida por meio do cumprimento de uma série de atos concatenados, conforme prescrição legal. Vimos que a colocação desse título pode ser realizada no âmbito público (mercado de capitais) ou no privado. A doutrina, em sua grande maioria, não leva em consideração esse aspecto do regime jurídico para caracterizar a debênture e a escritura de emissão. Em poucas oportunidades, o reconhecimento da possibilidade de emissão privada é ressaltado por autores apenas para destacar quem são, usualmente, os debenturistas nesses casos.

Entendemos, no entanto, que a devida compreensão da dinâmica da debênture e da escritura passa necessariamente pela inclusão da emissão privada e de suas particularidades na análise, porquanto a debênture não é somente empregada pelos agentes como instrumento para captação pulverizada de recursos no mercado de capitais. Existem outros motivos e circunstâncias que levam companhias a emitir debêntures em operações privadas.

Nesse sentido, buscaremos, em um primeiro momento, apresentar os estágios que envolvem uma emissão de debêntures e a maneira como a doutrina as aborda. Assimilada essa questão, sobretudo a forma como se dá o encontro de vontades entre companhia emissora e debenturistas, passaremos a analisar as diferentes circunstâncias que envolvem colocações públicas e privadas com o objetivo de destacar as principais diferenças entre uma e outra e sua influência na caracterização da debênture e da escritura de emissão.

---

superior ao volume de emissões públicas” (ABAMEC. *III Seminário – Debêntures e sua importância no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo, maio 1982, p. 38). Destacam-se, como contramão dessa percepção, as recentes considerações de YAZBEK ao apontar que debêntures são atualmente, no mais das vezes, ofertadas via operações privadas (vide nota de rodapé 85).

### 2.3.1 Os estágios da emissão de debêntures segundo a doutrina nacional: criação, emissão e colocação

As debêntures somente podem ser emitidas por sociedades anônimas, abertas ou fechadas<sup>51</sup>. Com poucas distinções, a doutrina especializada aponta que o procedimento para a emissão de debêntures comporta três fases: criação, emissão e colocação dos títulos<sup>52</sup>. As fases de criação e emissão são cumpridas pelos próprios órgãos administrativos da sociedade emissora, observados os requisitos legais. A de colocação, por sua vez, será satisfeita a partir do momento que as debêntures emitidas sejam subscritas pelo(s) interessado(s). Realizados esses estágios, os títulos emitidos tornar-se-ão plenamente eficazes.

No estágio de criação, acionistas ou membros do conselho de administração (a depender da estrutura administrativa e societária adotada<sup>53</sup>), entendendo que a debênture é o instrumento apto a atender aos interesses da sociedade diante das circunstâncias que se apresentam, convocam assembleia geral extraordinária ou reunião do conselho de administração para deliberar sobre a emissão desse título.

<sup>51</sup> Destaca-se que, atualmente, não são poucos aqueles que divergem dessa posição e sustentam que as debêntures também podem ser emitidas por sociedades limitadas (cf. DINIZ, Gustavo Saad. *Instrumentos de capitalização societária*. São Paulo: LiberArs, 2014. p. 34-35; PITTA, André Grüspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 516-530. (Coleção IDSA.); e AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 168-187). Nossa afirmação, no entanto, leva em consideração a ausência de previsão sobre a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas na legislação atual. Via de consequência, no Manual de Registro de Sociedades Limitadas emitido pela Secretaria Especial de Micro e Pequena Empresa, vinculada ao Departamento de Registro Empresarial e Integração do Governo Federal, que estabelece normas que devem ser observadas pelas Juntas Comerciais, não existe autorização para que haja o registro de emissões de debêntures realizadas por sociedades limitadas (Disponível em: [http://www.mdic.gov.br/images/REPOSITORIO/SEMPE/DREI/INs\\_EM\\_VIGOR/MANUAIS\\_IN\\_38/Anexo-II-IN-38-2017-Manual-de-Registro-LTDA--alterado-pela-IN-40-2017--16abr18.pdf](http://www.mdic.gov.br/images/REPOSITORIO/SEMPE/DREI/INs_EM_VIGOR/MANUAIS_IN_38/Anexo-II-IN-38-2017-Manual-de-Registro-LTDA--alterado-pela-IN-40-2017--16abr18.pdf). Acesso em: 15 maio 2019).

<sup>52</sup> Utilizamos aqui as expressões referendadas por TAVARES BORBA (*Das debêntures*, 2005, p. 118-120) e empregadas em seguida por AMARAL (*Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 93-94). Esses autores incluem a circulação como a quarta, e última, fase do *iter* procedimental da debênture, eis que o título pode, eventualmente, circular antes de ser extinto. Nosso plano de estudo, no entanto, abordará até a fase de colocação, momento em que os títulos emitidos produzem seus efeitos. CARVALHOSA e KUYVEN também apontam tão somente três fases, mas denominam a última como “subscrição” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 2018. v. III, p. 391-392. [Coleção Tratado de direito empresarial.]; EIZIRIK, por sua vez, destaca que o negócio jurídico comporta duas fases: a emissão, que significa a criação e a oferta aos interessados, e a subscrição (*A Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. I, p. 329).

<sup>53</sup> Na hipótese de se tratar de sociedade anônima de capital aberto, o art. 59, § 1.º, da Lei das S.A. atribui competência originária ao conselho de administração para criar debêntures não conversíveis em ações.

Para a aprovação dessa matéria, a legislação não exige quórum especial, bastando que a assembleia seja, nos termos da lei e do estatuto social, convocada, instalada e a emissão seja acolhida pela maioria dos presentes. Além da aprovação da emissão em si, que significa também a autorização para a sociedade emitir as debêntures<sup>54</sup>, cabe à assembleia geral ou ao conselho de administração, conforme o caso, definir as condições gerais dessa emissão, consoante elencadas nos incisos do art. 59 da Lei das S.A.<sup>55</sup>. Aprovadas a emissão e suas condições gerais, as debêntures estão criadas<sup>56</sup> e os órgãos executivos ficam responsáveis por realizar os demais atos subseqüentes e necessários para concretizar a sua emissão.

A emissão, por seu turno, é ato subseqüente à criação, materializado pela elaboração e assinatura da escritura de emissão de debêntures – que cabe tão somente à companhia emissora<sup>57</sup> –, uma vez satisfeitos os requisitos descritos pelos incisos do art. 62 da Lei das S.A.<sup>58</sup>. Considerando que o ato de criação, além de autorizar, disciplina o de emissão<sup>59</sup>, a escritura de emissão deve verificar as condições gerais estabelecidas pela assembleia geral ou pelo conselho de administração. Em linhas gerais, esse documento tipificado na legislação societária deverá, ainda, dispor sobre as características das debêntures, determinar as obrigações da sociedade emissora e os direitos dos debenturistas, bem como prever certas condições específicas àquela emissão, nos termos do art. 61 do referido ordenamento.

Conforme os requisitos do art. 62 da Lei das S.A., elaborada a escritura de emissão de debêntures, a sociedade deverá (i) arquivar na Junta Comercial e publicar a ata da assembleia geral ou do conselho de administração que autorizou a emissão; (ii) arquivar a escritura de emissão de debêntures na Junta Comercial; e (iii) inscrever as garantias reais nos cartórios competentes, se

<sup>54</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 96.

<sup>55</sup> “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: I – o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; II – o número e o valor nominal das debêntures; III – as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; IV – as condições da correção monetária, se houver; V – a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; VI – a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; VII – a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; VIII – o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.”

<sup>56</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. I, p. 358.

<sup>57</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*, 2017, p. 447. Ademais, como recorda TAVARES BORBA, ainda que nas emissões públicas a presença do agente fiduciário é necessária no ato de celebração, o agente firma a escritura de emissão na qualidade de interveniente e não como parte (*Das debêntures*, 2005, p. 99-100).

<sup>58</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, 1979, p. 358.

<sup>59</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 82.

for o caso. Caso a emissão seja destinada ao público investidor, a sociedade deverá, além de satisfazer esses requisitos dispostos na lei societária, registrar a oferta pública na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim feito, as debêntures estarão emitidas de maneira privada ou pública – isto é, já existem no mundo jurídico<sup>60</sup> – e aptas para serem ofertadas aos interessados.

Como ressaltado neste trabalho, existem, basicamente, duas maneiras de ofertar e satisfazer a terceira e última etapa – denominada “colocação” –, que ocorre com a subscrição das debêntures emitidas<sup>61</sup>: a privada e a pública. Na oferta privada, a sociedade emissora negocia diretamente com determinados agentes que podem ter interesse na subscrição dos títulos. A pública, por sua vez, corresponde a um amplo processo de captação de recursos de investidores individuais e institucionais levado a efeito no mercado de capitais<sup>62</sup>. Por essa razão, ofertas públicas, além de serem regidas pelas normas societárias, submetem-se às regras administrativas do agente regulador do mercado de capitais<sup>63</sup>.

A subscrição dos títulos emitidos encerra o encontro de vontades entre sociedade emissora e debenturistas<sup>64</sup>. De um lado, mediante o cumprimento dos estágios de criação

<sup>60</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 376-377. Aprofundamos o estudo da validade e da eficácia das debêntures, consoante as lições, especialmente, de PONTES DE MIRANDA, nos capítulos 4.2 e 4.3 que tratam da natureza jurídica da escritura de emissão de debêntures.

<sup>61</sup> Existem divergências sobre essa afirmação. Segundo TAVARES BORBA, “[c]om a colocação, o papel, que já se encontrava criado (ver o n.º 24), ingressa na titularidade de um terceiro, que se torna possuidor da debênture, e, por via de consequência, credor da emitente” (*Das debêntures*, 2005, p. 111). Em complemento, AMARAL, que aprofundou seus estudos nessa seara, expõe que “a colocação se dá com a subscrição do título, e não com a entrada de recursos no caixa da sociedade emissora, até porque em certos casos não haverá essa integralização imediata ou sequer ela ocorrerá” (*Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 90). Nessa linha, cf. CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*, 2018, p. 392; e EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 372. Em sentido contrário, que entende que a colocação se dá antes da subscrição, eis que a colocação seria uma mera oferta, cf. GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures*, 2017, p. 444; e, que entende que a colocação se dá mediante a integralização, cf. LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*, 2009, p. 625.

<sup>62</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 112.

<sup>63</sup> Consoante as lições de EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES e outros, existem duas maneiras de ofertar valores mobiliários no mercado de capitais: a oferta pública propriamente dita e a oferta pública com esforços restritos (*Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 156). No primeiro caso, a oferta é dirigida à generalidade, isto é, “a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil”, nos termos do art. 2.º da Instrução CVM n.º 400/2003. Já no segundo as ofertas somente podem ter como objeto os títulos descritos no art. 1.º, § 1.º, da Instrução CVM n.º 476/2009, e apenas podem ter como destinatários investidores profissionais, conforme definidos pelo art. 9.º-A da Instrução CVM n.º 554/2014, de acordo com o art. 2.º da Instrução CVM n.º 476/2009.

<sup>64</sup> MODESTO CARVALHOSA e FERNANDO KUYVEN ensinam que “[a] subscrição, por sua vez, é o ato negocial de firmar o empréstimo consoante as cláusulas constantes da escritura de emissão, e que corresponde, para todos os efeitos jurídicos, à aceitação da oferta promovida com tal finalidade. Ela significa a manifestação

e emissão, a companhia cria os títulos que serão regidos conforme as disposições contidas na escritura de emissão, observadas as orientações gerais estabelecidas pelo órgão de administração competente. De outro, os interessados manifestam sua vontade de aderir às condições previstas na escritura de emissão ao subscreverem os títulos emitidos. A partir desse momento, os efeitos jurídicos das debêntures emergem<sup>65</sup>.

### 2.3.2 *Colocações públicas e privadas de debêntures e seus diferentes contextos de consumação*

Segundo a dinâmica estabelecida pela doutrina a respeito do encontro de vontades entre companhia e debenturistas em uma emissão de debêntures, não haveria que cogitar, a princípio, de possível interferência ou influência dos futuros detentores dos títulos no processo de emissão de debêntures e, especialmente, na elaboração da respectiva escritura de emissão. A companhia fixaria as cláusulas e condições da maneira que melhor lhe conviesse diante das conjunturas de mercado – já que a lei determina que cabe exclusivamente a ela a celebração da escritura –, competindo aos interessados subscrever ou não segundo sua avaliação a respeito da relação entre risco e remuneração desses títulos. Nesse sentido, a subscrição equivaleria à adesão aos termos unilateralmente propostos pela companhia na escritura de emissão.

Com efeito, a seguinte passagem da obra de TAVARES BORBA<sup>66</sup> ilustra o processo de concepção que precede a emissão de debêntures:

Na prática, quando, para efeito de aprovação, um projeto de emissão de debêntures chega à assembleia geral ou ao conselho de administração, todo um trabalho preparatório já se processou, através da diretoria da sociedade, com vistas à viabilização da ideia.

Assim, a iniciativa da diretoria, embora não obrigatória, é comum e frequente. Normalmente, os órgãos decisórios, especialmente nas companhias abertas, deliberam a partir de proposta da diretoria, na qual vêm discriminadas as várias condições da emissão, que se fazem acompanhar de indicações sobre o atendimento das exigências legais aplicadas, assim como dos estudos

---

de vontade dos tomadores em aceitar a ofertada companhia emissora, pagando o preço e tornando-se a partir daquele momento credores da companhia” (*Sociedades anônimas*, 2018, p. 392). Nessa linha, para EIZIRIK, “[a] subscrição designa o ato mediante o qual os tomadores dos títulos manifestam a sua aceitação, assinando o boletim de subscrição e tornando-se a partir daquele momento, debenturistas” (*A Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 372).

<sup>65</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 376-377.

<sup>66</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 97-98.

de mercado apreendidos, e de dados e informações a respeito das gestões junto aos intermediários que promoverão a colocação dos papéis.

Nota-se que, por via de regra, a provocação para a emissão de debêntures inicia-se com a diretoria, estrutura mais próxima às necessidades financeiras da sociedade, e finaliza com a aprovação pela assembleia geral ou conselho de administração. O processo de emissão de debêntures, portanto, restringir-se-ia às negociações internas no âmbito dos órgãos administrativos da sociedade emissora, sem a presença dos debenturistas. WALDEMAR MARTINS FERREIRA<sup>67</sup> e FRANS MARTINS<sup>68</sup> assim também lecionavam.

Ao abordarem esse processo de tomada de decisão pela companhia, esses doutrinadores referem-se invariavelmente às emissões de debêntures realizadas no mercado de capitais por sociedades anônimas de capital aberto. Nessas emissões, a oferta dos títulos emitidos é feita, no mais das vezes, de maneira despersonalizada no mercado de capitais<sup>69</sup>. Por consequência lógica, não haveria que falar em influência de outra parte além da companhia emissora na elaboração do conteúdo da escritura de emissão, dado que nesse momento os futuros debenturistas são desconhecidos.

Ademais, os custos que envolveriam a negociação dos termos e condições da escritura com cada um dos inúmeros requerentes inviabilizaram economicamente a operação. Assim, a elaboração da escritura de emissão pela própria companhia, observada a conjectura do mercado, para posterior oferta aos investidores possui a inegável vantagem de diminuir os custos de transação. Não houvesse a individualização no estabelecimento das regras para disciplinar uma grande quantidade de títulos, uma oferta em massa de debêntures seria quase impossível<sup>70</sup>.

<sup>67</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 111.

<sup>68</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 314.

<sup>69</sup> EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, a partir de pesquisa comparada, asseveram que a natureza pública de uma oferta, no direito brasileiro, se revela pela “distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos e outros materiais publicitários sobre a oferta. Com efeito, tal prática assim como os demais elementos acima referidos, também pode demonstrar o esforço do ofertante em oferecer os valores mobiliários a um número ilimitado de potenciais adquirentes, independentemente das suas características pessoais” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2011, p. 149).

<sup>70</sup> Analogamente, PAULA A. FORGIONI assim comenta sobre os contratos de adesão e seus benefícios aos negócios de massa: “Sem a padronização contratual, seria quase impossível organizar uma rede de distribuição uniforme aos olhos do distribuidor. Os contratos de adesão possuem ainda a inegável vantagem de diminuir os custos de transação. Como o ramo de seguros poderia ter se desenvolvido se, a cada contratação, devesse se debruçar sobre as cláusulas e condições do negócio específico?” (*Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 65).

Aos possíveis interessados cabe, por certo, tão somente avaliar a emissão realizada e, mediante seu próprio juízo, aderir ou não aos termos e condições estabelecidos unilateralmente pela emissora. Nesse sentido, inclusive, para facilitar a avaliação das debêntures pelos investidores e fomentar as emissões desses títulos, a CVM editou a Instrução Normativa n.º 404, de 13 de fevereiro de 2004, com intuito de criar um padrão de escritura de emissão de debêntures<sup>71</sup>. Em termos gerais, a companhia que emitir debêntures utilizando-se dos termos da escritura de emissão padronizada gozará de vantagem no mercado de capitais em razão de os investidores serem familiarizados com o conteúdo dessa escritura<sup>72</sup>.

A adoção pela companhia das cláusulas padronizadas ressalta, ainda mais, a ausência de influência dos debenturistas no momento da elaboração e celebração da escritura de emissão. Nesses casos, os órgãos diretivos da sociedade emissora se socorrem aos termos padronizados para a elaboração da escritura de emissão, apenas preenchendo as condições específicas destacadas em lacunas no modelo. Ainda que haja assessoria dos coordenadores da oferta na elaboração de seus termos, a escritura de emissão pública de debêntures é celebrada na ausência de barganha entre as partes contratantes<sup>73</sup>.

Nesse sentido, MARTIN RIGER assim caracteriza as escrituras oriundas de emissões públicas:

[...] [t]he bond's terms are determined by the issuer. With the purchase of the bond, the ordinary buyer assents to a few terms of which the buyer is cognizant – price, term interest rate, and the like; the buyer has no choice

<sup>71</sup> Nos termos do seu art. 1.º, parágrafo único, seu objetivo é “modelar debêntures com cláusulas objetivas de fácil compreensão e aplicação e de simples execução, para estimular o desenvolvimento de um mercado transparente e líquido para títulos privados de renda fixa”.

<sup>72</sup> A intenção da CVM na edição desta Instrução era dar mais um passo no desenvolvimento do mercado de títulos privados de renda fixa. Ao estabelecer a padronização de cláusulas, a CVM pretendia reduzir o período que “os investidores e intermediários terão que dedicar à leitura e compreensão das escrituras, não raro com necessidade do assessoramento de especialistas”. Dessa forma, “[a] familiaridade generalizada com esse contrato padronizado possibilitará a realização de negócios no mercado secundário com a atenção concentrada no retorno financeiro frente ao risco de crédito da empresa emissora” (Nota explicativa à Instrução CVM n.º 404, de 13 de fevereiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota404.pdf>. Acesso em: 27 jul. 2019).

<sup>73</sup> “Nor have indenture provisions been bargained for in the ordinary sense of the term. The issuer, as the borrower, makes the ultimate determination of the provisions to be included in the indenture. These may be modified with the issuer’s consent to the extent deemed necessary to satisfy the lead underwriter’s judgment of its marketing needs. The bargaining, such as it is, is an exercise in balancing the issuer’s and the underwriter’s respective self-serving ends. Provisions that are protective of the bondholder, if any, enter into consideration only as an aspect of the underwriter’s marketing strategy. Bondholders are held to indenture terms or omissions for which the issuer has ultimate responsibility, though the issuer’s interests as borrower are adverse to those of the bondholder’s as lenders” (RIGER, Martin. *The trust indenture as bargained contract: the persistence of myth*. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 16, n. 211, p. 216, 1991).

but to accept the rest as detailed in the indenture if the buyer wants the bond. The indenture is in no sense bargained for with the bondholder, nor is it the product of adverse parties' negotiation. Essentially, the indenture is only a depository of terms fixed by the issuer<sup>74</sup>.

A CVM, no Parecer CVM n.º 37, de 13 de maio de 1983, também já manifestou sobre a ausência de barganha entre as partes, sem apontar distinções entre emissões públicas e privadas:

[...] [d]e fato, a debênture, na sua criação, não nasce de um acordo bilateral em que as partes pudessem convencionar garantias ou quaisquer cláusulas. Mas, configurando uma declaração unilateral de vontade, a do emissor, o qual deve, na escritura de emissão, estabelecer as características, condições, garantias do papel, faculta a este determinar as cláusulas que melhor lhe convenham. Cabe, ao tomador, avaliar o risco do papel, em face da capacidade da empresa emissora e das garantias oferecidas.

Não existem previsões legais a respeito da distinção entre colocações públicas e privadas de debêntures, tampouco menção na doutrina nacional, salvo, como destacado, breves apontamentos acerca do destino que os respectivos títulos usualmente tomam. Similar constatação foi realizada na doutrina estrangeira. MARTIN RIGER assinala o seguinte sobre a legislação norte-americana: “[t]he current law on indentures makes no distinction between private placements of bonds with institutional lenders, who are presumably competent to protect their interests, and public offerings of bonds”<sup>75</sup>.

A despeito de os doutrinadores traçarem as linhas sobre o processo de negociação e implementação de uma emissão de debêntures tendo como perspectiva as colocações públicas, vimos que não somente por essa via que tais títulos são ofertados pelos agentes econômicos. Podem ser ofertados, igualmente, em operações privadas mediante o ajuste entre partes determinadas. Conforme define GONÇALVES NETO, a oferta “será particular se os títulos forem colocados entre um grupo de pessoas determinadas (entre os acionistas da companhia fechada ou entre alguns credores, por exemplo), sem qualquer divulgação”<sup>76</sup>.

Sob outra dinâmica negocial, poderão as debêntures ser subscritas por indivíduos determinados. A depender do grau do poder de barganha desses subscritores, a emissão de debêntures pode ser por eles influenciada, a ponto de a escritura de emissão refletir condições

<sup>74</sup> RIGER, Martin. *The trust indenture as bargained contract: the persistence of myth*, 1991, p. 219.

<sup>75</sup> Idem, p. 215.

<sup>76</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*, 2010, p. 108.



que não derivam tão somente da companhia emissora, como ocorre nas grandes operações de captação de recursos no mercado de capitais. Por se tratar de uma relação composta por interesses mais concentrados, é de esperar que os futuro(s) debenturista(s), nesses casos, procurem ajustar as condições da escritura da emissão com o objetivo de mitigar possíveis comportamentos oportunistas da sociedade que coloquem em risco o cumprimento de suas obrigações previstas na escritura de emissão<sup>77</sup>. Os custos de transação, aqui, seriam menores e aceitáveis pelos agentes envolvidos em virtude de o número de debenturistas ser reduzido – podendo, inclusive, ser apenas um.

Inexiste previsão legal que obste essas negociações, as quais podem se aproximar daquelas que precedem a celebração de um contrato bilateral, em que há, não raro, influência mútua entre as partes envolvidas desde a concepção do negócio até a instrumentalização do contrato. A respeito dessa dinâmica negocial, como sempre ensinou ORLANDO GOMES:

[...] [d]ebatem os interessados as condições que podem tornar o contrato viável, prolongando-se com o objetivo de verificarem se o negócio realmente lhes convém. Chegam, não raro, a elaborar um projeto do futuro contrato, redigindo, de comum acordo, a minuta, que servirá de roteiro, para a redação do competente instrumento, cujo texto, via de regra, a reproduz<sup>78</sup>.

Em operações privadas, a posterior formalização da escritura de emissão pela companhia e subscrição pelo(s) debenturista(s), que sucederiam as negociações, seriam meramente cumprimento de formalidades legais para fins de produção dos efeitos jurídicos.

Tomemos, por exemplo, o caso de uma instituição financeira que negocia o empréstimo de determinado valor para uma sociedade mediante a emissão de debêntures. Seria incoerente cogitar que um agente financeiro, familiarizado com os riscos envolvidos

<sup>77</sup> JOHN ARMOUR, GERARD HERTIG e HIDEKI KANDA elucidam que, nas transações entre sociedade e credores, estes podem enfrentar dois tipos diferentes de problemas de agência em momentos distintos. Em um primeiro, os credores podem encarar o comportamento oportunista dos acionistas. No segundo, caso a sociedade deixe de pagar o empréstimo, os credores terão conflito de interesses entre si quanto ao processo de expropriação de ativos para o pagamento da respectiva dívida. Tratamos, portanto, do conflito de interesses entre acionistas e credores. Esse conflito se origina dos incentivos que os acionistas têm nessa relação: “[...] the fact that shareholders benefit from the firm’s successes, while owner shielding protects their personal assets from the consequences of its failure, gives them incentives to engage in actions that benefits themselves at the expense of creditors” (KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul *et al.* *The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach*. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. p. 111). Sobre interesses e incentivos que permeiam a relação entre acionistas e credores e os fatores de mitigação do comportamento oportunista dos acionistas, cf. MACEY, Jonathan R.; ENRIQUES, Luca. *Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules*. Faculty Scholarship Series. Paper 1413, 2001. Disponível em: [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1413](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1413). Acesso em: 11 jul. 2019.

<sup>78</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 66.

nesse tipo de relação, aceitasse subscrever debêntures cuja escritura de emissão tenha sido elaborada exclusivamente pelos representantes da emissora. A partir da mensuração do risco de inadimplência, a instituição financeira somente subscreverá as debêntures, caso as condições do negócio, materializadas na escritura de emissão, estejam compatíveis com o nível do risco<sup>79</sup>.

Ademais, se a companhia apresentar uma situação financeira precária, a escritura de emissão pode ser ajustada entre as partes envolvidas para se tornar um instrumento pelo qual o agente financeiro, na qualidade de debenturista, exerça o controle externo sobre a devedora, conforme possibilidade já destacada por respeitável doutrina<sup>80</sup>.

Outros exemplos poderiam ser citados para ilustrar o fato de que nem sempre as negociações prévias às emissões de debêntures restringem-se aos órgãos de administração da sociedade emissora e coordenadores da oferta. Se determinado fundo de *venture capital* realizar um aporte financeiro mediante a subscrição de debêntures conversíveis, não nos parece crível, igualmente, imaginar que referido fundo aceitaria subscrever tais títulos sem que se sentisse confortável com os termos da escritura de emissão – isto é, que fossem concebidos exclusivamente pela companhia. Considerando que, usualmente, o horizonte desse capital observa o longo prazo, as partes buscariam ajustar as condições da escritura de emissão para fomentar a colaboração entre as partes até a maturação do investimento<sup>81</sup>.

<sup>79</sup> SALOMÃO NETO, ao tratar das cláusulas usualmente empregadas por instituições financeiras em operações de mútuo, assim leciona: “[m]uitas vezes, sobretudo em operações mais complexas, interessa às instituições financeiras diminuir o risco de inadimplemento do devedor, razão pela qual procuram se cercar de uma série de disposições que podem levar ao vencimento antecipado do contrato diante de determinados acontecimentos. Exemplo de cláusulas neste sentido são aquelas que preveem que o devedor está obrigado a manter um faturamento mínimo durante o período de duração do empréstimo, sob pena do seu vencimento antecipado. Em uma cláusula dessa natureza, especialmente em empréstimos de grande porte, não é incomum que a instituição financeira exija que o devedor comprove seu faturamento através de relatórios auditados por empresa de auditoria com notória reputação. [...] Além do exemplo acima indicado podemos imaginar uma série de outras estipulações contratuais prevendo o vencimento antecipado do empréstimo, como por exemplo: (i) falta de cumprimento pelo devedor de qualquer outra obrigação contraída com a instituição financeira credora, ou mesmo com outros credores (cláusula conhecida na prática jurídica anglo-saxônica como *cross default*); (ii) transferência direta ou indireta do controle acionário do devedor, bem como ocorrência de fusão, cisão ou incorporação sem o prévio consentimento dos credores; e (iii) protesto de títulos contra o devedor acima de um determinado valor” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2011. p. 198).

<sup>80</sup> Segundo COMPARATO e CALIXTO, “[u]ma situação clássica de controle externo, oriunda do endividamento social, é a que deriva da emissão de debêntures. Tratando-se de crédito privilegiado e geralmente de montante elevado, a operação debenturística pode tornar a companhia emitente subordinada à influência dominante da massa de debenturistas, notadamente quando precária a situação financeira da devedora” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 79).

<sup>81</sup> FERNANDO CÉSAR NIMER MOREIRA DA SILVA, em sua tese de doutorado, apresenta que o negócio de *venture capital* “se desenvolve em três etapas: contratação, monitoramento e desinvestimento. Na primeira ocorre

Valendo-se, analogamente, das lições de COMPARATO<sup>82</sup>, é possível delinear, em linhas gerais, a distinção dos contextos entre colocação pública e privada de debêntures. No primeiro caso, prevalece o caráter institucional, marcado mais por normas de ordem pública que visam a proteção dos interesses dos investidores de debêntures. Ademais, trata-se de ambiente em que a liquidez cumpre papel central para a circulação dos títulos, eis que permite a seu detentor aliená-los antes de seu vencimento ou resgate<sup>83</sup>. No segundo, por seu turno, predomina o ânimo privado, com mais liberdade aos agentes para conferir os termos e as condições dos títulos de acordo com seus interesses particulares. Aqui, não há regras de proteção aos investidores e a companhia não pretende emitir debêntures para uma série de investidores.

Diante da inexistência de processo de negociação entre companhia e debenturistas e considerando que as condições da escritura de emissão derivam, na sua maioria, de um modelo preconcebido e admitido pelo mercado, é possível concluir que o grau de desempenho da autonomia privada dos agentes econômicos em emissões públicas de debêntures é baixo no momento da elaboração da escritura de emissão. Seu caráter público e sua específica finalidade econômica – de captação de recursos de maneira pulverizada – clamam por

---

a negociação entre as partes e a contratação do negócio. Na segunda, as atividades são desenvolvidas e o desempenho do projeto é acompanhado pelos participantes. Na última etapa, de desinvestimento, o investidor retira-se do negócio vendendo sua participação” (MOREIRA DA SILVA, Fernando César Nimer. *Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação*. 2014, 178 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 21). Não obstante, o autor expressamente aponta que, em razão de “o empreendimento de *venture capital* está sujeito a inúmeros riscos que podem levar a dissenso sobre a forma de condução do negócio, os sócios podem considerar necessário alinhar, previamente, determinados interesses críticos para o sucesso do projeto, porque a medida evita os altos custos de renegociação e reduz a possibilidade de adoção de comportamentos oportunistas durante o desenvolvimento das atividades” (Idem, p. 95).

<sup>82</sup> Ilustre doutrinador assim distingue a natureza de sociedades anônimas de capital aberto e fechado: “[e]ssa longa lista de disposições específicas às companhias abertas ou fechadas parece demonstrar que se instaurou, em tal matéria, uma verdadeira distinção de natureza entre esses dois tipos de sociedades anônimas. Num deles, predomina o caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendentes a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais. No outro, prevalece o aspecto contratual, conferindo-se ampla liberdade de estipulação às partes para regular o funcionamento do mecanismo societário, de acordo com os seus interesses particulares” (COMPARATO, Fábio Konder. *A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração*. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 119).

<sup>83</sup> Segundo as lições de RACHEL SZTAJN, considerando que a liquidez no mercado secundário é “central na decisão de adquirir valores mobiliários, sobretudo novas emissões negociadas em mercado primário, a redução ou desaparecimento da liquidez é causa de afastamento de investidores, seja naquele mercado, seja quanto a um determinado valor mobiliário nele negociado. Portanto, haver ou não liquidez influi sobre decisões de investimento em valores mobiliários” (Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Nova Série, ano XLI, n. 126, p. 19, 2002).

disposições objetivadas pelo mercado para que os agentes investidores não encontrem dificuldades em sua precificação, contribuindo para que a oferta primária tenha sucesso e, posteriormente, os títulos circulem no mercado secundário de debêntures.

Em contraposição, as escrituras de emissão provenientes de emissão privada apresentam um terreno mais fértil ao florescimento da criatividade dos agentes econômicos. Nessas hipóteses, as partes não se valem, no mais das vezes, das disposições de um modelo, eis que nem sempre essas emissões serão celebradas para que a emissora capte recursos perante inúmeros investidores. Ademais, considerando que os títulos oriundos dessas emissões raramente circulam, o caráter privado da negociação se sobressai, não havendo a mera adesão dos debenturistas às condições estabelecidas pela emissora. Diante disso, é possível concluir que, nesses casos, existe uma maior margem de atuação da autonomia privada das partes envolvidas<sup>84</sup>.

### 2.3.3 Considerações finais: definição de premissas a partir das formas de colocação

Em face dessas considerações, é possível concluir que, a despeito de o regime jurídico da debênture historicamente disciplinar a utilização desse título enquanto veículo de captação de recursos perante um número indeterminado de poupadores, não há a vedação de que haja a oferta de debêntures para alguns, ou mesmo um único interessado. A doutrina, conforme apresentamos, pouco se posicionou a respeito das operações privadas de debêntures.

Entretanto, essa análise esclarece que a debênture pode ser empregada como meio de captação de recursos no mercado de capitais ou mesmo atender aos particulares interesses de determinados agentes em uma operação privada. Inclusive, como bem pontuado por

<sup>84</sup> Segundo COUTO E SILVA, “[e]ntende-se por autonomia da vontade a *facultas*, a possibilidade, embora não ilimitada, que possuem os particulares para resolver seus conflitos de interesses, criar associações, efetuar o escambo dos bens e dinamizar, enfim, a vida em sociedade. Para a realização desses objetivos, as pessoas vinculam-se, e desvinculam-se juridicamente, através da vontade” (COUTO E SILVA, Clóvis V. do. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006. p. 24). No entanto, como o próprio autor ressalta, a autonomia da vontade, quer no momento de conclusão do negócio jurídico, quer no regramento dos termos e das condições desse negócio, pode sofrer restrições decorrentes de “lei, ou de ato administrativo, ou ainda por motivo de desproporção entre o poder social e o individual” (Idem, p. 26). Nesse sentido, além de as ofertas públicas se submeterem a mais normas de “planificação de certas atividades dos particulares” (Idem, p. 29) – já que são aplicáveis as regras editadas pela CVM nesses casos –, cabe às companhias elaborar cláusulas obedecendo às práticas do mercado para que a finalidade econômica da operação seja atendida por meio da subscrição dos títulos emitidos. Não bastasse, aqueles que subscrevem os títulos tão somente aderem às condições apresentadas pela emissora. Observa-se, assim, a incidência de mais uma limitadora da autonomia da vontade. Considerando essas lições e o contexto em que operações privadas são levadas a efeito, não se vê a incidência dessas limitadoras de maneira tão intensa nesses casos.

YAZBEK<sup>85</sup>, as debêntures não se tornaram até hoje “um verdadeiro instrumento de mercado de capitais, sendo muito mais utilizadas *ad hoc*, no mais das vezes em operações privadas [...]”.

Entre uma forma e outra de colocação, existe uma conjuntura nas ofertas privadas propícia para que as partes negociem em conjunto o conteúdo da escritura de emissão antes de ser assinada pela companhia. Nesse ambiente, em que os custos de transação são menores e os interesses são mais concentrados, a autonomia privada das partes – observados os limites impostos pelo ordenamento societário – exerce um papel mais relevante, levando a determinadas ocasiões em que as debêntures não necessariamente cumprirão as funções de um título de dívida que se presta a captar recursos de maneira despersonalizada. Nesse sentido, a depender da intenção comum dos envolvidos, debêntures com características mais idiossincráticas em relação àquelas emitidas no mercado de capitais podem surgir nesse ambiente.

Aliada a essa circunstância, a percepção de que nem sempre a escritura de emissão reflete condições unilateralmente impostas por uma das partes gera consequências significativas para o intérprete de uma escritura de emissão, pois, se, de um lado, existem escrituras cujo conteúdo é exclusivamente concebido por uma única parte com o propósito de emitir debêntures no mercado de capitais, de outro, há escrituras cujos termos e condições resultam de um processo de barganha com o objetivo de atingir a específica finalidade comum dos agentes com a emissão dos títulos. Em determinados casos, portanto, os debenturistas deixam de ser meros aderentes à oferta proposta pela companhia emissora.

Não é nosso intuito traçar uma linha clara e constante entre um ambiente e outro. Isso significa que não é regra que em ofertas de debêntures voltadas ao mercado de capitais não possa haver negociação entre companhia e debenturistas, ou que em operações privadas não exista escritura de emissão cujas cláusulas não resultem de negociações entre as partes. Nosso ponto, em primeiro lugar, é demonstrar que existem contextos diferentes de colocação. Em segundo lugar, é compreender que, entre um contexto e outro, existe o privado que oferece um ambiente mais propício para que as partes ajustem as características da debênture e as condições da escritura de emissão consoante seus particulares interesses no caso concreto, podendo destoar do que propaga boa parte da doutrina comercial a respeito do tema – eis que a análise recai, no mais das vezes, tão somente sobre as especificidades das colocações públicas de debêntures.

---

<sup>85</sup> YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, 2013, p. 567.

Considerando que daí podem surgir debêntures com características próprias e singulares – diferentes daquelas que observamos no mercado de capitais –, passaremos a caracterizar esse título a partir de sua função econômica e natureza jurídica. Após, estudaremos a escritura de emissão de debêntures, observada a premissa de que nem sempre esse documento apresentará condições unilateralmente elaboradas pelos representantes da companhia, muito embora legalmente caiba tão somente a ela a celebração.

### CAPÍTULO 3

## A CARACTERIZAÇÃO DA DEBÊNTURE

Entre o nascimento legal da debênture até os dias atuais, o regime jurídico desse título evoluiu. Apesar das alterações que ocorreram ao longo do tempo, vimos que esse complexo normativo sempre se estruturou para que a debênture se prestasse como um efetivo instrumento jurídico de angariação de recursos perante uma coletividade. Diante disso, estudos de meados do século XX abordavam a legalidade de emissões privadas – por exemplo, entre a companhia emissora e um único debenturista.

No nosso entendimento, essa evolução histórico-normativa levou grande parte da doutrina a encarar a debênture como exclusivamente um veículo de captação despersonalizada de recursos no mercado de capitais. Nesse sentido, ao se deparar com os estudos realizados a respeito do *iter* procedimental para dar cabo a uma emissão de debêntures, é possível notar que os autores tratam-no somente sob o ponto de vista da emissão pública. Quanto à privada, limitam-se a, quando abordam, discriminar quem são, usualmente, os debenturistas nesses casos.

Essa constatação nos motivou a compreender o contexto das operações privadas e concluir que nesse âmbito existe uma margem maior ao exercício da autonomia privada, possibilitando a negociação de títulos com contornos mais específicos em consonância com a particular intenção comum da companhia e do(s) debenturista(s) no caso. Isso porque, dado o número reduzido de agentes envolvidos na operação, os custos de transação são menores e os interesses e os riscos da operação são mais concentrados. Ademais, inexistente a necessidade de criar um título atrativo para um grande número de investidores. Os títulos privados, por outro lado, buscarão cumprir a específica finalidade econômica pretendida pelas partes. Assim, esse contexto apresenta um campo mais fértil ao surgimento de debêntures com contornos mais idiossincráticos em comparação àquelas que visam exercer as funcionalidades típicas de um título de renda fixa emitido no mercado de capitais – principal alvo de análise dos doutrinadores<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> Segundo YAZBEK, “é forçoso reconhecer que o tema [da debênture] encontra-se [na doutrina nacional] bastante próximo dos debates sobre mercado de capitais e os instrumentos nele negociados” (A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, 2013, p. 566).

Sob essa perspectiva, este capítulo tem por propósito específico caracterizar a debênture mediante a análise de seu fundamento econômico e de sua natureza jurídica. Pretendemos, assim, apresentar contribuições para uma correta identificação da intenção comum dos agentes no momento da emissão de debêntures e a aplicação do devido regime jurídico no caso concreto – questões indissociáveis à atividade de interpretação de uma escritura de emissão.

### **3.1 A debênture possui uma única função ou pode exercer diversas finalidades econômicas?**

As motivações que levam as companhias a emitir debêntures são invariavelmente abordadas pela doutrina nacional. Inexiste, no entanto, consenso a respeito sobre qual dessas motivações caracteriza a função econômica desses títulos. Hodiernamente, enquanto uma parte da doutrina vê no mútuo a função essencial das debêntures e o único negócio caracterizador de sua emissão, outra já reconhece as diversas finalidades que podem ser executadas via oferta desses títulos. Considerando que a identificação da função econômica de um negócio jurídico comercial é peça fundamental na atividade de sua interpretação<sup>87</sup>, analisaremos as duas correntes de pensamento para, ao final, delinear qual o papel que, a nosso ver, a debênture exerce no mercado.

A doutrina no início do século XX destacava que o desiderato econômico do agente ao emitir debêntures era o de captar recursos financeiros no mercado. Tal como já constava da Lei n.º 3.150/1882, a emissão de debêntures estava ligada ao termo *empréstimo* no texto do Decreto n.º 177-A/1893<sup>88</sup>. A debênture, portanto, era encarada pelo legislador como um instrumento de dívida, especialmente pela exigibilidade de sua remuneração que se consubstanciava tão somente no pagamento de juros periódicos ou de prêmio de reembolso<sup>89</sup>.

<sup>87</sup> “A causa do negócio é indispensável à sua correta compreensão, sistematização e interpretação e não tem ligação com os motivos subjetivos ou egoísticos que levaram o agente à sua prática. Ao contrário, a causa coliga o negócio ao mercado, à praça onde nasce, desenvolve-se e se exaure, permitindo o cálculo do comportamento da outra parte” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 225).

<sup>88</sup> Art. 1.º do Decreto n.º 177-A/1893: “As companhias ou sociedades anonyms poderão emitir empréstimos em obrigações ao portador (debentures), de conformidade com o disposto nesta lei”.

<sup>89</sup> LUCENA, sobre a orientação do legislador, afirma que “[a]dotava o Decreto [177-A/1893], de conseguinte, a doutrina que entendia que o empréstimo debenturístico haveria sempre de ser remunerado mediante juros. Bem por isso, ao admitir a estipulação de prêmio de reembolso, exigiu fossem assegurados os juros anuais à taxa de 3% pelo menos” (*Das sociedades anônimas*. Comentários à lei, 2009, p. 573). WALDEMAR



Nesse diapasão, a doutrina entendia que o mútuo era a única função econômica que poderia ser exercida por esses títulos. Para OCTAVIO MENDES, “as debêntures são, portanto, títulos de crédito representativos de um mútuo ou empréstimo contratado pela sociedade que os emite”<sup>90</sup>.

Mais adiante, surgiram entendimentos de que a emissão de debêntures poderia se prestar a outros desideratos além do mútuo. CARVALHO DE MENDONÇA, nesse sentido, reconheceu que as debêntures não exerciam somente o papel de captação de recursos por empréstimos, mas prestavam-se, também, “ao pagamento ou resgate de dívidas anteriores e ainda ao pagamento de obras e serviços no interesse da sociedade”<sup>91</sup>. Segundo o comercialista, no entanto, isso não era capaz de alterar a natureza jurídica de empréstimo da operação, eis que não era essencial para a configuração desse negócio que o dinheiro ingressasse no caixa da companhia emissora de debêntures<sup>92</sup>. Assim também entendia WALDEMAR MARTINS FERREIRA<sup>93</sup>.

Paralelamente a esse entendimento, existia outra ala que se embasava na teoria geral dos títulos de crédito para apontar o fundamento econômico da debênture. Para esse grupo, esse título poderia cumprir diversas finalidades econômicas, uma vez que se tratava de um título *abstrato*. Além de ASCARELLI<sup>94</sup>, PONTES DE MIRANDA destacava que, “[s]e houve mútuo, ou se não houve, é assunto estranho à debênture, que é título abstrato”<sup>95</sup>. Por essa razão, nada impede que o agente econômico emita debêntures para realizar, por exemplo, uma “dação em soluto”<sup>96</sup>, e não um empréstimo. Entre os comercialistas clássicos, TRAJANO VALVERDE adotava essa linha de pensamento em seus trabalhos<sup>97</sup>.

---

MARTINS FERREIRA reforça essa perspectiva do legislador ao predicar que, mesmo que não houvesse a previsão de pagamento de juros, “ainda assim podem ser exigidos. Indeterminada sua taxa, presume a lei terem as partes anuído aos por ela estabelecidos. Os de 6% ao ano” (*Tratado das debênturas*, 1944, p. 89).

<sup>90</sup> MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 4.

<sup>91</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 119.

<sup>92</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>93</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 64-65.

<sup>94</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda, 2009. p. 281. Assim sendo, “[d]entro dos limites que derivava de suas características formais, o negócio abstrato pode ser utilizado indiferentemente com qualquer finalidade” (Idem, p. 134).

<sup>95</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 378.

<sup>96</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>97</sup> “Por outro lado, a companhia nem sempre pretende lançar ou contrair um empréstimo por debentures, mas criar as debêntures para delas usar, em ocasião oportuna, em diferentes operações de crédito. Não haverá mesmo razões sérias para se contestar a legitimidade da resolução da assembleia geral, que determinar a conversão de reservas sociais disponíveis em obrigações ao portador, a serem entregues, gratuitamente,

Criaram-se, assim, duas vertentes doutrinárias a respeito: uma que aponta a captação de recursos no mercado como a *função* econômica da debênture; e outra que salienta que esse título pode cumprir diversas *finalidades*, a depender das necessidades do agente no caso concreto. Como adeptos da primeira, destacamos WALDIRIO BULGARELLI<sup>98</sup>, FRAN MARTINS<sup>99</sup>, DE CHIARA<sup>100</sup>, RUBENS REQUIÃO<sup>101</sup>, WALD<sup>102</sup> e, mais recentemente, NELSON EIZIRIK<sup>103</sup>. Esses doutrinadores realçam tão somente a função de angariação de recursos exercida mediante a emissão de debêntures, sem ressaltar possíveis outras finalidades.

---

aos acionistas” (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940. Rio de Janeiro: Forense, 1942. v. I, p. 493).

<sup>98</sup> “Do ponto de vista econômico, as obrigações decorrem de verdadeiros empréstimos tomados pelas companhias, entre o público, dando em garantia o seu patrimônio, e com prazo de resgate estabelecido” (BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1980. p. 118).

<sup>99</sup> “[C]aracterizadas desse modo, as debêntures serão valores mobiliários representativos de um empréstimo público lançado pela sociedade, tendo a natureza de títulos de renda, como juros fixos ou variáveis, considerando-se a sociedade sempre devedora dos debenturistas pelas importâncias por eles transferidas à companhia, ao subscreverem ao adquirirem tais títulos” (MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 312-313). Em complemento, realçou: “[d]ebêntures são títulos emitidos pelas sociedades anônimas, representativos de um empréstimo contraído pelas mesmas, cada título dando aos portadores da mesma série idênticos direitos contra a sociedade. Muitas vezes a sociedade necessita de numerário, para atender a compromissos ou principalmente desenvolver as suas atividades, mas não quer ou não pode se utilizar dos meios próprios para a obtenção desses recursos, que são o aumento do capital ou os empréstimos bancários” (Idem, p. 302-303).

<sup>100</sup> “A emissão de debêntures, portanto, representa um empréstimo a amortizar para a companhia emissora das debêntures, não se confundido com o capital da sociedade que é representado por ações” (DE CHIARA, José Tadeu. *Debêntures*. In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; VIDIGAL, Geraldo de Camargo (coord.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações: Lei 6.404/76*. São Paulo: Resenha Universitária/Instituto de Advogados de São Paulo, 1978. v. 5, p. 43).

<sup>101</sup> “A fim de evitar os inconvenientes de pequenos e constantes financiamentos a curto prazo e a altos juros, no mercado financeiro, as sociedades por ações têm a faculdade exclusiva de obter empréstimos, tomados ao público a longo prazo e a juros mais compensadores, inclusive com correção monetária, mediante resgate a prazo fixo ou em sorteios periódicos” (REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, 2003, p. 107).

<sup>102</sup> “A emissão de debêntures constitui uma operação de mútuo, sendo as debêntures título de crédito formal representativo de uma parte do empréstimo contraído pela sociedade emissora” (WALD, Arnoldo. *O regime jurídico da comunhão de debenturistas e as condições de validade e oponibilidade das deliberações assembleares*, 1994, p. 6).

<sup>103</sup> “A finalidade econômica da debênture consiste precisamente em possibilitar o financiamento da companhia, mediante ‘empréstimos distribuídos no mercado de Capitais’ conforme a Exposição de Motivos n.º 196, de 24.06.76, do Ministério da Fazenda, ao anteprojeto de lei das sociedades anônimas”. Adicionalmente, expõe que “[o] objetivo do negócio jurídico de subscrição de debêntures é o de possibilitar à companhia emissora o financiamento de suas atividades mediante empréstimo contraído junto a restrito círculo de pessoas (quando se trata de uma emissão privada) ou mediante apelo à poupança popular (no caso de emissão pública colocada no mercado de capitais)” (EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 86). Em outra oportunidade, referido doutrinador invoca o mesmo entendimento: “[a] finalidade econômica da debênture consiste em possibilitar o financiamento da companhia emissora [...]” (EIZIRIK, Nelson. *Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 319).

LEÃES<sup>104</sup>, LUCENA<sup>105</sup>, YAZBEK<sup>106</sup>, FRANCISCO JOSÉ PINHEIRO GUIMARÃES<sup>107</sup> e TAVARES BORBA<sup>108</sup>, por sua vez, entendem que, por meio da emissão de debêntures, além da obtenção de recursos financeiros a título de dívida, outras finalidades econômicas podem ser cumpridas.

Em primeiro lugar, é preciso reconhecer que, ao contrário do antigo regime jurídico da debênture, o atual não estabelece que o negócio subjacente à emissão seja invariavelmente um empréstimo. Com efeito, nada obsta os agentes de emitirem debêntures para que cumpram outra função<sup>109</sup>. Conforme apontado por doutrinadores da corrente a que

<sup>104</sup> Inicialmente, LEÃES destaca: “[a] finalidade desse tipo de financiamento, através da emissão de debêntures, é óbvia. Visa a satisfazer as necessidades financeiras da sociedade por ações, de maneira mais econômica que a feita por suprimentos normais de capital alheio” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978. v. 2, p. 4-5). No entanto, sustentado nas lições de MIRANDA VALVERDE, reconhece que pode haver outras funcionalidades: “[a]ssim sendo, o mesmo Valverde convém que o mútuo é a figura que melhor serve para caracterizar a operação da emissão de debêntures, quer quando o lançamento deles na circulação se faz por subscrição pública, quer quando a subscrição ou a venda é feita particularmente, embora caiba frisar que nem sempre seja o mútuo a relação fundamental da criação dos títulos ou o fim visado pelo emissor. Na verdade, é preciso distinguir o negócio de crédito ou contrato de crédito, como gênero, do contrato de mútuo, como espécie. Na realidade, o negócio de crédito, como diz Simonetto, é todo negócio jurídico bilateral em que há necessariamente um intervalo de tempo entre prestação e contraprestação, como ocorre no mútuo e na venda a crédito. Assim, na emissão de debêntures, há um negócio de crédito, que pode assumir caracterização várias, como o contrato de mútuo, conferindo aos titulares das obrigações emitidas, como frisa a própria lei no artigo comentado, um direito de crédito contra a sociedade, de etiologia variada” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1978, p. 9).

<sup>105</sup> Com base em PONTES DE MIRANDA, assevera: “[a]ssim, a emissão de debêntures pode ter como causa vários negócios jurídicos subjacentes, como sejam novação, transação, dação em pagamento, servido para pagamento tanto de obrigações sociais anteriormente contraídas, como de obras e serviços de interesse da sociedade, em cujas operações pode inclusive ocorrer, o que não é incomum, o não ingresso de recursos financeiros para o caixa da companhia” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*, 2009, p. 527).

<sup>106</sup> “Como lembra Leães, porém, a relação jurídica que dá causa a emissão pode mesmo ter outra natureza que não a de mútuo, o que cria a possibilidade de utilização das debêntures também em outras relações (como, por exemplo, para ‘securitizar’ dívidas já existentes, em uma eventual negociação)” (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 89).

<sup>107</sup> “A LSA não faz referência a mútuo ou empréstimo; a Lei 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” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*, 2017, p. 421).

<sup>108</sup> “A empresa, ao emitir uma série de debêntures, simplesmente cria papéis. Esses papéis, no comum dos casos, atuarão como um meio de tomar um empréstimo ao público. No entanto, qualquer outra finalidade legalmente admissível servirá para fundamentar a sua colocação. Uma mesma série poderá, inclusive, ter a sua colocação motivada por negócios jurídicos diversificados, destinando-se uma parte da série a uma efetiva captação de recursos para a sociedade (penhor) e, ainda, uma terceira parte a efetivação de doação a uma fundação de empregados. Dessa mesma série ainda poderia restar um saldo em carteira para qualquer eventualidade futura” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 276). Cf. também em BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 20.

<sup>109</sup> LUIS DE ANGULO RODRÍGUEZ apresenta idêntica conclusão ao analisar a emissão de debêntures sob a

aderimos, a oferta de debêntures pode visar, por exemplo, uma novação de dívida; uma dação em pagamento; ou a securitização de dívidas já existentes. Daí, aliás, sua natureza abstrata: a debênture pode se prender a mais de uma relação jurídica subjacente, e não somente ao mútuo<sup>110</sup>. ASCARELLI alerta-nos, ainda, que a identificação da causa à emissão de debêntures se faz importante para a correta aplicação da disciplina ao caso<sup>111</sup>, tendo em vista que, muito embora tenha aptidão para preencher “um grande número de finalidades, o negócio abstrato, no entanto, em cada caso concreto, visa a um único fim”<sup>112</sup>.

Com apoio no estudo empreendido no capítulo anterior, entendemos que, de fato, a fundamental intenção do legislador do diploma societário vigente era criar um título de dívida para que mediante sua oferta as companhias arrecadassem, à título de mútuo, recursos para suas atividades perante muitos investidores/credores. Por outro lado, é necessário reconhecer, igualmente, que o regime jurídico estabelecido não desautoriza os agentes econômicos a emitir esses títulos para satisfazer outros interesses, além de captação de dinheiro via empréstimo. Em última análise, como bem pontuado por LEÃES<sup>113</sup>, a emissão de debêntures é um negócio que introduz uma relação de crédito e débito entre os detentores

---

ótica do ordenamento jurídico espanhol: “[...] la operación de emisión de obligaciones es ciertamente un negocio jurídico ‘sui generis’ abstracto, negocio complejo que consiste en la creación de unos títulos de crédito llamados obligaciones y en su colocación en el mercado. Este negocio es abstracto porque la asunción de la deuda por la empresa emisora puede tener lugar por una variada gama de causas, y no necesariamente por un mutuo, pese a ser lo más corriente: en otras palabras, es un negocio abstracto, porque la ley no le ha atribuido una función concreta y de contenido económico determinado, es decir, no le há atribuido una causa específica” (RODRÍGUEZ, Luis de Angulo. *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones*. Bologna: Publicaciones del Real Colegio de España en Bolonia, 1968. p. 20).

<sup>110</sup> ASCARELLI, ao diferenciar os títulos abstratos dos causais, elucida que: “[o] título de crédito prende-se a uma relação que foi denominada, com exatidão, fundamental. Não corresponde, perdoe-se-nos a expressão, a um negócio econômico considerado na sua integridade, mas dele destacam-se alguns elementos, já em virtude da sua estrutura unilateral, acima lembrada. Essa relação é, em alguns casos, determinada e especial. Assim, as ações pressupõem a constituição da sociedade, o conhecimento, o contrato de fretamento ou de transporte; o conhecimento de depósito, o contrato de depósito, e assim por diante. É nessa hipótese que a doutrina fala em títulos causais, dada a mais íntima conexão que então se verifica entre o título de crédito e a relação fundamental. Em outros casos, o título prende-se a qualquer relação, e nessa hipótese a doutrina fala em título abstrato” (ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 72-73).

<sup>111</sup> O brilhante doutrinador, ao caracterizar a debênture, enquanto título de crédito, expõe que: “[e]ncontramos, aqui, concretizada em um caso particular, a mesma hipótese que examinamos, em caráter geral, em parágrafos anteriores a do negócio abstrato não regulamentado por disciplina autônoma, isto é, aquele em que a referência à própria causa visa e tem por função unicamente submetê-lo a uma determinada disciplina, e é essa a sua função, e isso independentemente da efetiva existência da causa aduzida” (Idem, p. 281-282).

<sup>112</sup> Idem, p. 134.

<sup>113</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1978, p. 9.

dos títulos emitidos e a sociedade que os lançou, que pode assumir várias caracterizações, não somente a de mútuo.

Assim, ao contrário de AMARAL<sup>114</sup> – último pesquisador a investigar o papel econômico que as debêntures exercem –, e com apoio na doutrina que considera a natureza abstrata do título, entendemos que as debêntures podem exercer *finalidades* econômicas, e não apenas cumprir uma única *função*. Muito embora se compreenda o espírito do legislador, a natureza da debênture – que a possibilita dar cabo a mais de um negócio jurídico – impede que se faça sua caracterização exclusivamente a partir do mútuo. Do contrário, estar-se-ia negligenciando a real capacidade do título e sua exata compreensão. Na prática, existem debêntures que se prestam a servir outra funcionalidade, além de captar recursos em massa no mercado de capitais.

A distinção entre *função* e *finalidade* não é apenas terminológica. Existe um sentido prático nesse exercício. Destacar as múltiplas funcionalidades econômicas que a debênture pode executar quando emitida é alertar o intérprete de seu encargo de investigar, casuisticamente, qual a causa da emissão, a partir de sua finalidade econômica, e o específico objetivo jurídico das partes com a execução do negócio<sup>115</sup>. Fixar uma única função econômica, ao revés, pode levar o aplicador do Direito à errônea premissa de que debêntures são emitidas exclusivamente para que recursos financeiros ingressem no caixa da empresa emissora a título de mútuo, desviando o julgador da real intenção comum dos agentes com a celebração do negócio e, por consequência, de sua correta compreensão e disciplina.

<sup>114</sup> Para o autor, a captação de recursos é a função primordial das debêntures. A despeito de reconhecer que a debênture possa cumprir outras funcionalidades, isso não afasta o reconhecimento dessa sua função econômica fundamental (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 78-80). Insta salientar, adicionalmente, que AMARAL critica a terminologia *finalidade* utilizada por EIZIRIK, haja vista a referida função originária. Por esse motivo, entende que a debênture detém uma função econômica apesar de poder exercer, eventualmente, outras finalidades (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 79, nota de rodapé 197).

<sup>115</sup> A causa, segundo as lições de SALOMÃO FILHO, “consiste no objetivo do negócio, que permite identificar o objetivo econômico da operação. [...] Note-se que esse objetivo reveste-se de ainda maior detalhamento econômico. Basta notar que ao momento da definição da existência do contrato segue-se o questionamento tipológico. É na definição dos tipos contratuais e na construção das listas de tipos que se acaba por identificar os objetivos jurídicos específicos de cada transação. Portanto, e esse ponto é muito importante, é da causa, objetivo ou função econômica que se deduz o objetivo jurídico e não vice-versa” (SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves acenos para uma análise estruturalista do contrato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 141, p. 16, jan./mar. 2006).

### 3.2 A natureza jurídica da debênture: uma investigação histórico-doutrinária

Influenciados pela legislação e teorias da época de seus estudos, os doutrinadores que se debruçaram sobre as debêntures divergiram sobre diversos aspectos desse instituto. Um deles é a sua própria natureza jurídica, enquanto título que carrega em si uma obrigação. Um ponto tão sensível que até hoje ainda não é possível concluir que haja um consenso na doutrina. É possível notar, ao estudar os diversos posicionamentos, que o caminho da doutrina apresenta uma linha do tempo: iniciou com a noção de que a debênture seria uma fração de um contrato de mútuo *sui generis*; desembocou no entendimento de que se trata de um título de crédito; e, hoje, concomitantemente, existem doutrinadores que classificam a debênture como um valor mobiliário.

Inicialmente, investigaremos cada posição, para, então, apresentarmos nosso parecer a respeito da natureza jurídica da debênture, sob a perspectiva do contexto normativo exposto no Capítulo 2, especialmente pela permissão aos agentes econômicos de emitir debêntures tanto entre particulares como ao público investidor.

#### 3.2.1 Teoria contratualista e a debênture como uma fração de um contrato de mútuo *sui generis*

Ao se analisarem os estudos realizados entre o final do século XIX e meados do século XX, nota-se que os doutrinadores buscavam explicar a natureza jurídica da debênture a partir do negócio que se revelava como a base da emissão desse título. O fundamento dessa abordagem era a premissa adotada por esses estudiosos de que obrigações somente surgiam a partir da celebração de um contrato, nunca de uma mera declaração unilateral<sup>116</sup>. Assim, considerando que as sociedades emitiam debêntures, por via de regra, para captar recursos e que os diplomas legais vigentes à época se referiam expressamente ao termo *empréstimo*<sup>117</sup>,

<sup>116</sup> Ao criticar a doutrina alemã que sustentava que obrigações também surgiam a partir de manifestações unilaterais de vontade, assim se manifestou INGLEZ DE SOUZA: “[d]ejamais uma tal doutrina não tem o assentimento do nosso Direito, no qual a obrigação só pode nascer do contracto, isto é, do accôrdo de duas vontades, e o consentimento do devedor em obrigar-se não é sufficiente para crear o vinculo juridico. A offerta feita pôde ser retirada antes que a pessoa a quem se a faz declare a sua acceitação” (SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 117). Nesse sentido, ainda, PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito cambiário*. Letra de câmbio. São Paulo: Max Limonad, 1954. v. I, p. 15.

<sup>117</sup> Cronologicamente, o art. 32 da Lei n.º 3.150/1882 prescrevia que: “[é] permitido ás sociedades anonymas contrahir empréstimo de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador”. Em seguida, o art. 41 do Decreto n.º 434/1891, dispunha que: “[é] permitido ás sociedades anonymas contrahir empréstimos em dinheiro, dentro ou fóra do paiz, emittindo para esse fim obrigações (debentures) ao portador”. Por

os doutrinadores entendiam a emissão de debêntures como um negócio jurídico bilateral, especificamente um contrato de mútuo.

INGLEZ DE SOUZA lecionava que havia uma convenção entre o emitente e o primeiro portador, representando a debênture “um mutuo ou empréstimo de gênero commercial ou destinado a uso commercial”. Assim entendido, o título da debênture refletiria a obrigação assumida pelo devedor no contrato celebrado com o primeiro credor, e a cláusula ao portador seria apenas uma condição contratual pela qual se combinava que a cessão do direito se operasse por simples tradição manual visando à simplificação do processo de cessão do crédito<sup>118</sup>. A partir da premissa de que o vínculo obrigatório da debênture nascia de um contrato celebrado na origem, clássico doutrinador arremata que “o contracto de emissão de obrigações ou debêntures é sem duvida um contracto de mutuo, ou uma promessa de mutuo quando o pagamento da subscricção é parcellada”<sup>119</sup>.

Essa linha de raciocínio era também adotada por OCTAVIO MENDES, para quem o momento do nascimento da obrigação não era o da criação do título, quando o emissor firmava o título, mas sim o da sua aquisição por um portador de boa-fé, no qual se verificava o acordo entre as duas partes mediante a adesão do adquirente à oferta do emissor<sup>120</sup>. A obrigação não poderia resultar da declaração da vontade somente de uma das partes, eis que essa declaração, enquanto no poder da parte que a fez, não representa relação alguma jurídica, e seu autor, assim como a fez, pode destruí-la, sem ofender direitos de quem quer que seja<sup>121</sup>.

CARVALHO DE MENDONÇA e WALDEMAR MARTINS FERREIRA também se filiaram a essa doutrina. Para aquele, a emissão de debêntures era um contrato de mútuo, mas que se distinguia do simples mútuo, então definido pelo art. 247 do Código Comercial de 1850, em virtude de a quantia mutuada ser fracionada e do processo especial de amortização, que se desenrolava por um prazo maior<sup>122</sup> – daí sua condição *sui generis*. WALDEMAR

---

fim, o art. 1.º, do Decreto n.º 177-A/1893, determinava que: “[a]s companhias ou sociedades anonymas poderão emittir empréstimos em obrigações ao portador (debentures), de conformidade com o disposto nesta lei”.

<sup>118</sup> SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 121.

<sup>119</sup> Idem, p. 268.

<sup>120</sup> MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 34.

<sup>121</sup> Idem, p. 32.

<sup>122</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 96.

MARTINS FERREIRA, por sua vez, a despeito de vislumbrar a debênture como título de crédito, paralelamente afirma que “[r]epresenta, com efeito, a debêntura parcela do empréstimo”<sup>123</sup>.

Não obstante essa abordagem “contratualista” sobre a debênture, esses doutrinadores não deixavam de se referir à debênture como título ao portador ou como título de crédito em algumas passagens<sup>124</sup>. No entanto, sustentavam que a obrigação pecuniária se originava do contrato de mútuo celebrado entre emissora e debenturistas, e não do título em si<sup>125</sup>. A debênture, enquanto título documentado, seria tão somente um título comprobatório da relação contratual de mútuo havida entre a emissora e o primeiro portador<sup>126</sup>.

Além de sustentarem a inoponibilidade de exceções, a relação jurídica entre sociedade emissora e os portadores sucessivos e demais características da debênture a partir de uma visão contratualista da debênture, esses autores despendiam grande parte de seus estudos para refutarem a teoria da declaração unilateral alemã no Direito brasileiro, a qual

<sup>123</sup> A posição de WALDEMAR MARTINS FERREIRA é explicada pelo fato de entender que a debênture era revestida de caráter duplo: “não somente comprobatório do direito de crédito, como incorporação deste, em conformidade com a teoria da legislação brasileira” (FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 25). Assim, ainda que configurasse um título de crédito, “[n]ão deixa a debêntura, portanto, de exprimir parcela ou contingente do contrato de mútuo, constituído no ato da emissão, e para efeito desta, senão preexistente, quando se destine a solver obrigações anteriormente assumidas pela sociedade” (FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 26). Em outra passagem, no entanto, WALDEMAR MARTINS FERREIRA se aproxima daqueles que aderiram à teoria geral dos títulos de crédito para explicar a origem da obrigação da debênture, ao asseverar que: “[n]ão celebra, realmente, a sociedade contrato algum com os prováveis subscritores do seu empréstimo. Lavrando-se, em fórmula tabeliôa, no livro de notas, a escritura, em que se consignem as condições daquele, não se exara nele mais que simples proposta, manifestação unilateral de vontade, a ser aceita por quantos convinhavel o reputem. O contrato vem depois. O por via do qual os prestadores de capital venham a subscrevê-lo, outro não é senão o chamado contrato de adesão” (*Tratado das debênturas*, 1944, p. 111).

<sup>124</sup> Como é possível observar, por exemplo, em MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 4; CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 96 e 98; e, em FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 25.

<sup>125</sup> Ainda que reconhecessem que poderia haver diversas causas que legitimavam a emissão de debêntures (além da captação de recursos em si), esses comercialistas entendiam que a emissão de debêntures não perdia seu caráter de mútuo (CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 119; SOUZA, H. Inglez de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 275; e FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 64).

<sup>126</sup> MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 44; MENDES, Octavio. *Dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Academica, 1931. p. 9-10; e, CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 98. INGLEZ DE SOUZA, a despeito de considerar que a obrigação se incorporava no título, dissertava que esta condição se relacionava com a forma pela qual a sociedade assumiu a obrigação contratual, “fôrma propositalmente procurada pelos efeitos que della decorrem e de que se utiliza com vantagem o commercio” (*Títulos ao portador no direito brasileiro*, 1898, p. 136). Por fim, cabe destacar a afirmação de ASCARELLI que esta tendência de enxergar os títulos como tão somente comprobatórios da relação fundamental era “particularmente acentuada nos sistemas latinos, avessos ao reconhecimento de promessas abstratas” (*Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 72). Mais recentemente, FRANS MARTINS também se posicionou nesse sentido (*Contratos e obrigações comerciais*. 8. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 1986. p. 363-368).



defendia que a obrigação oriunda da debênture decorria de uma declaração unilateral da sociedade emissora, e não de um contrato. Essa teoria, inclusive, foi adotada pelo Código Civil de 1916, que abrangeu os títulos ao portador na seção das declarações unilaterais<sup>127</sup>.

Na medida em que a teoria geral dos títulos de crédito evoluía, o estudo da natureza jurídica da debênture passou da análise do negócio jurídico subjacente à emissão para as características intrínsecas do próprio título. Nesse sentido, a classificação da debênture na doutrina passou, paulatinamente, de espécie de contrato de mútuo para título de crédito.

### 3.2.2 Teoria geral dos títulos de crédito e a inclusão da debênture nesse gênero

ASCARELLI esclareceu que, aos poucos, as diversas teorias que alicerçavam a obrigação cambiária em um contrato foram vencidas pelas que pregavam que a mencionada obrigação derivava de uma declaração unilateral<sup>128</sup>. A partir dessa evolução, a debênture passou a ser classificada como um título de crédito por alguns doutrinadores, especialmente por considerarem que na cártula desse título incorporava-se uma obrigação nos termos da clássica definição *vivanteana* de título de crédito<sup>129</sup>.

Nesse sentido, relembremos que ASCARELLI, além de classificar a debênture como um título de crédito, alude que se tratava de um título abstrato em virtude de prender-se a qualquer relação fundamental, e não a uma exclusiva (como ocorre no título de crédito causal). Célebre doutrinador entendia que a sociedade poderia emitir esses títulos, por

<sup>127</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, ao abordar esse tema, ensina que “[o] Cod. Civil declarou abertamente que adoptava para criterio orientador das suas normas sobre os titulos ao portador a theoria da declaração unilateral da vontade”. Prossegue, retomando as considerações realizadas por Clóvis Beviláqua, na exposição de motivos do Código Civil de 1916: “[a] obrigação da parte do emissor permanece íntegra a todo o momento, perante quem quer que apresente o documento onde ella se incorpora; [...] a vontade do subscriptor, depois de assumir a obrigação, se conserva em passividade receptiva á espera de quem lhe apresente para exigir-lhe o cumprimento da promessa; [...] entre o obrigado e o primeiro detentor do titulo não ha uma relação obrigatoria pessoal, nem tão pouco entre este e os sucessivos portadores, e [...] o credor, na hypothese, é uma pessoa incerta que se determina pela apresentação do titulo” (*Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, v. V, p. 108). Nessa linha, MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*, 1919, p. 5.

<sup>128</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 422. Ademais, importante destacar que estudiosos da doutrina comum já apontavam a declaração unilateral como uma das fontes de obrigação, ao lado dos contratos (BARROS MONTEIRO, Washington de. *Curso de direito civil*. Direito das obrigações. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1965. v. 2, p. 3; e, especificamente a respeito das declarações unilaterais, p. 395 e ss.).

<sup>129</sup> “Il titolo di credito è un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autônomo che vi è mencionado” (VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. 3. reimpr. Milano: Vallardi, 1934. v. III, p. 63 e 164).

exemplo, para novar uma dívida com seus credores, e não propriamente captar recursos na forma de mútuo<sup>130</sup>.

TRAJANO VALVERDE, por sua vez, assevera ser inexata “a afirmação dos que veem sempre na base da emissão das debêntures, ou nela mesmo, um contrato de mútuo”<sup>131</sup>. Aderindo às elucidações da teoria geral do título de crédito, entende que a criação das debêntures constitui sempre um ato unilateral da emissora, e que a decorrente obrigação vale pelo que consta do título, separando-se do negócio jurídico fundamental que servirá apenas para esclarecer os direitos do portador e as obrigações da sociedade<sup>132</sup>.

PONTES DE MIRANDA assim também lecionava. Além de classificar a debênture como título de crédito abstrato, elucidava que, cumpridas as etapas legais, a assinatura dos títulos pela sociedade emissora tornava o negócio jurídico unilateral de criação de debêntures perfeito. O equívoco da teoria contratualista, segundo o doutrinador, era não diferenciar a *existência* da *eficácia* desse tipo de negócio<sup>133</sup>. No momento em que o representante legal da emissora firma os títulos, desde que satisfeitas as demais condições legais, as debêntures já valem no mundo jurídico – isto é, já corporificam uma declaração unilateral de vontade de conteúdo obrigacionista. A eficácia, por sua vez, somente se verifica quando o título encontra um portador de boa-fé. A partir desse instante, que encerra um encontro de vontades, que os efeitos da relação jurídica de dívida – essa, sim, bilateral – irradiavam<sup>134</sup>. Isso, no entanto, não alterava a natureza jurídica da debênture: um título de crédito abstrato, emitido por uma declaração unilateral.

Com efeito, a debênture cumpria à risca o conceito *vivanteano* de título de crédito já que era um título documentado necessário para exercer o direito literal e autônomo nele mencionado. Enquanto título ao portador, a debênture detinha todos os elementos essenciais de um genuíno título de crédito: literalidade, autonomia e cartularidade<sup>135</sup>. Tudo para garantir

<sup>130</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 279.

<sup>131</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, 1942, p. 483.

<sup>132</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>133</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 376. Para maiores incoerências apontadas pela doutrina a respeito das teorias contratualistas cf. em BORGES, José Eunápio. *Títulos de crédito*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1971. p. 21- 22.

<sup>134</sup> Idem, p. 377. TRAJANO VALVERDE também compartilhava dessa visão. Cf. em VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, 1942, p. 501.

<sup>135</sup> A respeito da configuração na doutrina de cada um desses elementos essenciais dos títulos de crédito cf. em LUCCA, Newton de. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Pioneira, 1979. p. 47-70.

a proteção ao terceiro possuidor de boa-fé e, como consequência, promover a circulação de riquezas – função primordial dos títulos de crédito.

Mesmo com o processo de desmaterialização dos títulos de crédito<sup>136</sup>, a doutrina manteve essa classificação à debênture. Após a proibição de emissão de títulos ao portador, a debênture somente pode ser emitida sob a forma nominativa ou escritural. Sua circulação, portanto, passou a ser realizada mediante lavratura de termo de transferência em livro mantido pela sociedade (nominativas) ou, ainda, por movimentação da respectiva conta de depósito na instituição financeira (escritural), e não mais por simples tradição manual. Assim, a cédula que incorporava a obrigação deixa de ser necessária para o exercício do direito que nele estava contido, porquanto o legítimo titular da debênture prova sua condição pela anotação em livro societário ou por meio extrato emitido pela instituição financeira.

Consoante as lições de GONÇALVES NETO, a despeito das dúvidas que pairavam sobre se as debêntures ainda cumpriam à risca o conceito *vivanteano* de títulos de crédito, este título continua assim classificado, visto que, na acepção mais ampla do conceito, permanece como um documento capaz de permitir a circulação do crédito e a realização imediata do direito que representa<sup>137</sup>. Ressalta, ademais, que “Vivante desenvolveu sua doutrina a partir dos títulos ao portador e endossáveis, que circulavam por simples tradição ou pela lavratura da transferência no próprio título”<sup>138</sup>. É preciso salientar, nesse contexto, que o art. 784, I, do Código de Processo Civil, aponta a debênture como um título executivo extrajudicial, o que garante ao crédito oriundo desse título gozar de liquidez e certeza, característica propícia dos títulos de crédito, muito embora não apresente mais uma cédula<sup>139</sup>.

A doutrina mais atualizada, sustentada por essa evolução dogmática, costuma assinalar que a natureza jurídica da debênture é a de título de crédito. Para ilustrar, TAVARES BORBA elucida que

[...] [a] debênture, isoladamente, é um título de crédito. Melhor dizendo, cada debênture, como expressão unitária da massa constitutiva de uma

<sup>136</sup> Para maiores detalhes a respeito deste processo e do posicionamento de alguns doutrinadores a respeito cf. em LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*, 2009, p. 534-535.

<sup>137</sup> GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*, 2010, p. 105-106.

<sup>138</sup> Idem, p. 106.

<sup>139</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 41.

emissão ou série, participa do gênero título de crédito, tanto que representa e integra a obrigação nela incorporada. Essa incorporação, todavia, não terá que observar, necessariamente, o processo tradicional da cartularização, uma vez que, com a desmaterialização dos títulos de crédito, a cédula de papel foi substituída pela cédula eletrônica ou registrária<sup>140</sup>.

Não obstante esse posicionamento convergente a respeito da natureza de título de crédito que a debênture apresenta, existem algumas controvérsias sobre sua vinculação a um negócio jurídico subjacente. Para alguns, a debênture seria um título de crédito causal, indicando o mútuo como a causa exclusiva para a emissão desse título<sup>141</sup>. Para outros, a debênture seria um título abstrato<sup>142</sup>. Entendemos que esse seja um dos motivos pelos quais o empréstimo continua sendo abordado, por alguns, como figura central na caracterização da razão econômica da debênture, uma vez que o entendem como exclusiva ou fundamentalmente o negócio jurídico subjacente à emissão. Todavia, expusemos anteriormente os motivos de se considerar a debênture um título abstrato, eis que, em última análise, enquanto título que estabelece uma relação de crédito e débito, pode originar outros negócios, além do mútuo. Em outras palavras: pode cumprir diversas *finalidades*, e não apenas uma única *função*.

Concomitantemente ao entendimento de que a debênture configuraria um título de crédito, alguns doutrinadores passaram a atribuir a esse título a natureza de valor mobiliário na medida em que o conceito e a disciplina desse instituto evoluíam, especialmente após

<sup>140</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 17. Classificam a debênture como título de crédito, também, a despeito da verificação do processo de desmaterialização ocorrido no final do século XX: CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*, 2018, p. 396; BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n.º 10.303/01 ao texto da Lei n.º 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004. p. 91; LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*, 2017, p. 422; REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, 2003, p. 107; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*, 2004, p. 1.083-1.099; EIZIRIK, Nelson. Debêntures. Prazo de prescrição para cobrança judicial. In: YARSHELL, Luiz Flavio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II, p. 387-400; DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 8, p. 431; FACHIN, Luiz Edson. Boa-fé como itinerário do processo obrigacional, inexigibilidade de dívida e ausência de causa. *Revista dos Tribunais Online*, v. 1, p. 57-89, jan. 2012.

<sup>141</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, 2003, p. 107; BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*, 1980, p. 122; e TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, 1979, p. 348.

<sup>142</sup> Além de ASCARELLI, TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE e PONTES DE MIRANDA aludidos neste capítulo, cf. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 20; e SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Uma contribuição ao estudo das debêntures*. 1986. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986, p. 78.

a promulgação da Lei n.º 6.385/1976, que listou expressamente a debênture como um dos valores mobiliários que poderia ser negociado no mercado de capitais nacional.

### 3.2.3 Surgimento do mercado de capitais e a debênture como valor mobiliário

A primeira menção legal ao conceito de valor mobiliário foi realizada pela Lei n.º 4.728/1965, a qual disciplinou, originariamente, o mercado de capitais nacional. A despeito das diversas referências ao termo, a citada Lei não desenvolveu sua definição, ou mesmo apontou quais títulos seriam valores mobiliários. Em seguida, também deixou de conceituar a Lei n.º 6.385/1976. No entanto, nessa oportunidade, o legislador fixou um rol de títulos – dentre eles, a debênture – considerados valores mobiliários.

Portanto, até a edição da Medida Provisória n.º 1.637, de 8 de janeiro de 1998, convertida na Lei n.º 10.198/2001, o legislador brasileiro não havia conceituado *valor mobiliário*, preferindo apenas numerá-los. Com o advento do referido diploma legal, influenciado pelo conceito de *security* do Direito norte-americano<sup>143</sup>, passaram a ser considerados valores mobiliários não apenas aqueles que já se encontravam previstos na legislação em vigor, mas também “títulos ou contratos de investimento, quando ofertados publicamente, 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, nos termos do seu art. 1.º”. Após a reforma realizada via promulgação da Lei n.º 10.303/2001, a redação atual do art. 2.º da Lei n.º 6.385/1976 incorporou esse conceito mais amplo de valor mobiliário estabelecido pela Lei n.º 10.198/2001.

Na doutrina, os valores mobiliários foram, inicialmente, examinados a partir da disciplina dos títulos de crédito. Nessa oportunidade, os doutrinadores mais tradicionais apontavam como diferença específica com relação aos títulos de crédito o fato de os valores mobiliários serem sempre emitidos em série, cujos títulos detêm características idênticas. Esse atributo torna os valores mobiliários economicamente fungíveis, estando aptos,

<sup>143</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2011, pp. 55-56. Para maiores detalhes acerca do conceito de valor mobiliário e sua evolução no direito brasileiro, cf. MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro*. 2002. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, p. 89-110.

portanto, a ser negociados em massa nas bolsas de valores ou de balcão<sup>144</sup>. Apresentam-se os valores mobiliários, assim, “mais como *res* do que como créditos”<sup>145</sup>.

No entanto, diante dos elementos essenciais caracterizadores dos títulos de crédito, era necessário um grande esforço para estendê-los aos valores mobiliários em sua integralidade. MATTOS FILHO foi categórico ao afirmar que o grau de incerteza nesse processo de compatibilização era superior ao desejável, haja vista as distintas estruturas dogmáticas compreendidas em cada um desses institutos jurídicos<sup>146</sup>. Mediante o avanço dessa concepção, após as alterações promovidas no art. 2.º da Lei n.º 6.385/1976, a acepção de valor mobiliário no Direito brasileiro adquiriu independência da dogmática específica à compreensão dos títulos de crédito<sup>147</sup>.

Sob um olhar instrumental, passa a doutrina, então, a delinear os elementos essenciais para a caracterização de um valor mobiliário, cuja finalidade é delimitar o âmbito de aplicação da Lei n.º 6.385/1976 e das normas administrativas da CVM<sup>148</sup>. A princípio, é possível destacar as seguintes características intrínsecas aos valores mobiliários: a captação da poupança popular, a padronização dos direitos inerentes e a qualificação de títulos em massa<sup>149</sup>. Entretanto, diante da constante inovação financeira do mercado, a análise sobre se determinado título configura-se um valor mobiliário é realizada caso a caso.

<sup>144</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 463. Nesse sentido, BULGARELLI, com supedâneo nos entendimentos de WILSON DE SOUZA CAMPOS BATALHA e FRAN MARTINS, esclarece que “a configuração de valores mobiliários se deve à sua negociabilidade e enquanto títulos de massa. Talvez, a tal propósito, deva-se ressaltar o que, aliás, a doutrina estrangeira já assinalou, ou seja, o caráter infungível dos títulos individuais perante a fungibilidade atribuída aos títulos de massa” (BULGARELLI, Waldirio. *Questões de direito societário*. São Paulo: RT, 1983. p. 60).

<sup>145</sup> COMPARATO, Fábio Konder. As ações de sociedade anônima como valores mobiliários – natureza e efeitos do registro acionário. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 18.

<sup>146</sup> A esse respeito, MATTOS FILHO sustenta que “[d]e um lado o conceito e categorização dos títulos de crédito existentes e peculiar ao sistema legal italiano, e por nós copiada e absorvida na primeira metade deste Século. De outro lado, o conceito de valor mobiliário constante das sistemáticas jurídicas francesas e, principalmente, americana, por nossa legislação absorvido a partir da segunda metade da década de 1960. Ou seja, se de um lado existe a dificuldade conceitual de per se, de outro, a absorção de dois sistemas incompatíveis entre si resultou num desgastante, porém inútil, esforço de compatibilização conceitual” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 59, p. 27, set. 1986).

<sup>147</sup> Idem, p. 37.

<sup>148</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2011, p. 27.

<sup>149</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 52. Com maior profundidade, MATTOS FILHO aponta as seguintes características e como devem ser abordadas pelo jurista: (i) contribuição daquele que adquire o valor mobiliário para investimento; (ii) empreendimento comum gerido por terceiro, com ou sem

A CVM é periodicamente convocada para se posicionar sobre a natureza de novos títulos. No processo CVM n.º RJ 2007/11593, o órgão regulador apontou especificamente quais os elementos caracterizadores de um valor mobiliário: (i) deve haver um investimento; (ii) o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato; (iii) o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem aplicar sua poupança no negócio; (iv) o investimento deve dar direito a alguma forma de remuneração; (v) a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros, que não o investidor; e (vi) os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública.

Com relação a este último elemento, aliás, a CVM<sup>150</sup> assinalou que “[a] nota tonal no tocante a valor mobiliário passa, portanto, pelo esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento – ou mesmo especulação - por parte dos doadores dos recursos”. Ressaltou, ademais, que essa abordagem “sempre foi a tônica da definição de valores mobiliários para fins de regulação pela CVM, muito embora não fosse assim tão explícita, não obstante fosse intuitiva”.

Sem prejuízo do fato de a debênture estar expressamente listada na legislação como valor mobiliário (art. 2.º, I, da Lei n.º 6.385/1976), não são necessárias profundas ilações para concluir que a debênture se trata de um verdadeiro valor mobiliário, considerando, de um lado, as emissões de debêntures no mercado de capitais e sua finalidade, e, de outro, as características apontadas que balizam o entendimento da CVM sobre o que a autarquia considera por valor mobiliário. Não obstante, a própria exposição de motivos da Lei das S.A. indica expressamente a debênture como um valor mobiliário à disposição dos agentes econômicos<sup>151</sup>.

---

participação do investidor; (iii) expectativa de lucro do investidor; (iv) caracterização do empreendimento a partir do seu fundamento econômico, e não de sua nomenclatura; (v) contrato de risco e a possibilidade de perdas financeiras; (vi) controle do empreendimento comum por terceiro; (vii) materialização do valor mobiliário que pode ou não estar instrumentalizado; e (viii) falta de especialização do investidor que delega ao terceiro administrador a gerência do empreendimento comum (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Conceito de valor mobiliário, 1986, p. 41-46).

<sup>150</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/0499. Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Julgamento: 28.08.2003.

<sup>151</sup> Em duas passagens, especificamente, os legisladores caracterizam a debênture como valor mobiliário. Na primeira, ao tratar dos princípios que conduziram a edição da Lei das S.A., asseveram que o diploma assegura “ampla liberdade para o empresário escolher *os valores mobiliários* que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à *criação das várias espécies de debêntures*, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações)”. Ato contínuo, no momento em que passam a esclarecer o instituto da debênture, aludem que “[o] Projeto reformula inteiramente o instituto da debênture, até hoje regulado pelo Decreto n.º 177-A, de 15.09.1893, expedido em reação ao encilhamento de 1891, e cuja rigidez contribuiu para a pouca utilização, entre nós, *dessa*

Assim, diante desse emaranhado contexto histórico-doutrinário, uma parte da doutrina atual entende a debênture como valor mobiliário, mas ainda incluída na categoria de títulos de crédito<sup>152</sup>. Outros, por outro lado, enxergam na debênture tão somente um valor mobiliário<sup>153</sup>. Sobre esse embate na doutrina a respeito da natureza jurídica da debênture, AMARAL recentemente avaliou que a debênture não se encaixa na disciplina dos títulos de crédito, sobretudo pelo fato de inexistir liame de gênero e espécie entre títulos de crédito e valores mobiliários, para então concluir que

[...] a debênture tem a natureza de valor mobiliário, representada por um título de dívida, emitido em série, que legitima o seu titular ao exercício dos direitos nele revelados, e que tem por função o financiamento da empresa, dispersando os credores e permitindo a sua livre negociação em mercado organizado e especializado<sup>154</sup>.

#### 3.2.4 Inexistência de uma classificação constante e válida para todas as debêntures

Em primeiro lugar, imperioso reconhecer que a própria doutrina já se incumbiu de não mais entender a debênture como uma parcela de um contrato de mútuo *sui generis*. Após a evolução da teoria geral dos títulos de crédito e a dos valores mobiliários, notamos que as conclusões, hodiernamente, variam entre classificar a debênture como título de crédito ou como valor mobiliário.

Pois bem. Ao analisarmos a posição da doutrina a respeito da natureza jurídica do título debênture e confrontar com nossas considerações endereçadas no Capítulo 2 deste trabalho, identificamos que, atualmente, inexistente uma classificação constante e válida para todos os casos. A verificação passa, necessária, mas não exclusivamente, pela análise da forma de colocação de debêntures adotada pela companhia no caso concreto.

---

*modalidade de valor mobiliário* como instrumento de financiamento da companhia mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais” (os destaques são nossos).

<sup>152</sup> Nessa lógica, NELSON EIZIRIK, por um lado, aponta a debênture como um valor mobiliário (*Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 318), mas, de outro, consigna que a debênture, haja vista suas características, é incluída na categoria de títulos de crédito (Idem, p. 321). TAVARES BORBA, nesse sentido, aponta a debênture como valor mobiliário (*Direito societário*, 2015, p. 289), mas também a configura como um título de crédito (Idem, p. 295). Por fim, assim também se manifestou LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*, 2017, p. 422.

<sup>153</sup> Exclusivamente como valor mobiliário, entende COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 2, p. 136; e AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 62-65.

<sup>154</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 62-65.



Ressaltamos que sob a égide da Lei das S.A. é possível emitir debêntures tanto na seara privada como na pública. Relembrando, enquanto os títulos oriundos de emissão privada destinam-se a indivíduos determinados, os de emissões públicas são ofertados indistintamente, ou mesmo para agentes específicos, no mercado de capitais.

Olhando tão somente pelo prisma da forma de colocação, é possível notar que existem tanto debêntures com a natureza de título de crédito – por exemplo, nos casos em que um único agente subscreve todos os títulos em uma operação privada – como de valor mobiliário – quando estão dispostas à negociação para investidores no mercado de capitais. Título de crédito, pois, em última análise, a debênture pode se apresentar como um instrumento que permite ao seu detentor a realização imediata do direito que representa. Valor mobiliário, em outros casos, eis que pode, paralelamente, ser utilizada como veículo de captação da poupança popular em massa cujos títulos são negociados em mercado organizado.

MATTOS FILHO<sup>155</sup> revela-nos que a discussão entre classificar determinados títulos – como as debêntures – entre título de crédito e valor mobiliário remonta a décadas de embate doutrinário, haja vista as qualificações de ambos os conceitos. Apresentada a discussão, referido doutrinador conclui que “nada impede que exista um mesmo título que possa se comportar como título de crédito ou como valor mobiliário – claro está que não ao mesmo tempo ou ao sabor da conveniência do emitente ou do credor”. Assim,

[...] [s]e o papel for emitido somente enquanto documentação de dívida, se não for objeto de oferta pública por parte do emitente aos tomadores, pertencerá ao mundo dos títulos de crédito. Entretanto, se a ele se agregar a expectativa de lucro, transformando-o por tal em um contrato de investimento, então estaremos no domínio da legislação concernente aos valores mobiliários<sup>156</sup>.

Nesse sentido, imperioso reconhecer que a debênture se situa exatamente na intersecção entre título de crédito e valor mobiliário<sup>157</sup>. Se o diploma societário permite que

<sup>155</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 27-45.

<sup>156</sup> Idem, p. 44-45.

<sup>157</sup> Segundo ANDRÉ GRÜSPUN PITTA, “[a] intersecção entre o regime dos títulos de crédito e os valores mobiliários decorre de algumas combinações possíveis: (i) determinados títulos de crédito típicos (ou seja, expressamente definidos como tal em lei) podem constituir, também, valores mobiliários típicos (elencados nos incs. I a VIII do art. 2.º da Lei 6.385/1976); (ii) determinado título de crédito típico pode constituir um valor mobiliário atípico (enquadrado, portanto, na definição prevista no inc. IX do art. 2.º da Lei 6.385/1976); (iii) determinado título de crédito atípico pode constituir um valor mobiliário típico; e (iv) determinado título de crédito típico constituir um valor mobiliário atípico” (A problemática intersecção entre títulos de crédito e valores mobiliários. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 6, p. 111-132, jul./ago. 2014).

os agentes econômicos emitam debêntures tanto no âmbito privado, enquanto *documentação de dívida*, como indiscriminadamente no mercado de capitais, via oferta pública, devemos, então, compreender que inexistente uma classificação de natureza jurídica constante e válida para todos os casos, eis que há, concomitantemente, debêntures com natureza de título de crédito ou de valor mobiliário. Além de MATTOS FILHO, assim lecionam MODESTO CARVALHOSA e FERNANDO KUYVEN<sup>158</sup>.

Entendimento próximo a esse, inclusive, já foi manifestado pela CVM. No Parecer CVM/PJU n.º 019, de 2 de outubro de 2002, a autarquia, ao ser questionada por um agente sobre a viabilidade de constituição de um fundo de investimento em direitos creditórios que fosse composto exclusivamente por debêntures de um único emissor, concluiu que

[...] as debêntures possuem natureza híbrida, caracterizando-se como títulos representativos de um direito de crédito e, igualmente, como valores mobiliários, não havendo vedação a que os direitos creditórios que irão compor a carteira de investimentos do FIDC em questão sejam representados por debêntures.

Muito embora o órgão regulador entenda como híbrida a natureza jurídica da debênture – isto é, esse título apresentaria, concomitantemente, características de título de crédito e de valor mobiliário –, entendemos que a classificação deve ser precisamente apontada no caso concreto para a aplicação do devido regime jurídico. Isso porque, com a evolução da importância da disciplina jurídica dos valores mobiliários, diferenças dogmáticas e funcionais se destacaram em relação ao regime jurídico dos títulos de créditos fundado sob distintas proposições práticas e doutrinárias<sup>159</sup>. Por essa razão, entendemos que inexistente uma classificação de natureza jurídica à debênture que compreenda precisamente todas as suas peculiaridades.

Assim, além de delinear, casuisticamente, qual a finalidade econômica da emissão de debêntures para empregar a correta disciplina jurídica, cabe ao aplicador do Direito

<sup>158</sup> “Conforme sejam as debêntures distribuídas no mercado de capitais, serão valores mobiliários, não tendo tal característica a emissão privada” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*, 2018, p. 396).

<sup>159</sup> Consoante a exposição de ANDRÉ GRÜSPUN PITTA: “a evolução da importância e da disciplina jurídica dos valores mobiliários passou a ressaltar algumas relevantes diferenças endógenas e funcionais destes em relação aos títulos de crédito tradicionais, sobretudo ligadas à vocação de emissão em massa e distribuição pública dos primeiros em comparação às feições individuais afetas ao segundo, cujo regime é essencialmente desenhado para dar cabo de relações singulares entre credor e devedor e, dessa forma, fundado em uma construção teórica em muitos aspectos incompatível com a noção de valor mobiliário” (PITTA, André Grüspun. *A problemática intersecção entre títulos de crédito e valores mobiliários*, 2014, p. 111-132).

identificar a natureza jurídica dos títulos, os quais, entendemos, podem ser títulos de crédito ou valores mobiliários a depender de suas qualidades, principalmente sua forma de emissão, para a devida aplicação do regime jurídico.

### 3.3 Considerações conclusivas sobre a caracterização da debênture

Mediante a análise do fundamento econômico e da natureza jurídica da debênture, é possível concluir que sua precisa caracterização somente pode ser realizada caso a caso. Além de encontrar-se na intersecção entre título de crédito e valor mobiliário, a debênture, enquanto título abstrato, pode dar vazão a mais de um negócio jurídico subjacente quando emitida. Logo, não deve o aplicador do Direito assumir, *prima facie*, uma caracterização única e constante da debênture, haja vista que o legislador, muito embora tenha erigido a debênture como um valor mobiliário a ser ofertado a um número indeterminado de agentes para fins de captação de recursos a título de dívida, não desautorizou que se emitam esses títulos com outras particularidades.

Não só pelo aspecto da função econômica e da natureza jurídica que essa conclusão pode ser tomada. MATTOS FILHO revela-nos que, historicamente, as debêntures são vistas, e em sua grande maioria emitidas, como um título de dívida, cuja remuneração consiste em uma taxa de juros periódica. Essa percepção está ligada ao antigo regime legal que atribuía à debênture, expressamente, a figura de uma fração de um empréstimo<sup>160</sup>. Entretanto, a depender do arranjo entre vencimento, remuneração e garantia, as debêntures podem assumir a feição de título de participação de modo a satisfazer outros tipos de anseios dos agentes econômicos.

Tomemos, por exemplo, o caso de uma sociedade anônima de capital aberto que emite debêntures com a finalidade de angariar recursos a seus negócios mediante apelo ao público investidor. Usualmente, essas debêntures apresentarão vencimento de médio a longo prazo, uma taxa de juros fixa ou variável adicionada a determinado índice de inflação como rendimento e gozarão de natureza quirografária<sup>161</sup>. A disposição entre vencimento, rendimento e garantia, nesses casos, é feita de tal maneira para que as debêntures cumpram sua finalidade de captar recursos na forma de um título de investimento de renda fixa.

---

<sup>160</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 43.

<sup>161</sup> Cf. os casos analisados no item 4.4.1.

Paralelamente, debêntures podem ser emitidas no mercado para cumprirem, igualmente, a finalidade de angariar capital, porém com características próximas à de um título de participação. Para tanto, os títulos serão subordinados, perpétuos e sua remuneração se dará em função dos lucros realizados pela emissora. MATTOS FILHO<sup>162</sup> e TAVARES BORBA<sup>163</sup> reconhecem nessas debêntures uma postura similar à de uma ação preferencial, sem direito a voto e com prioridade no reembolso no capital. Debêntures com tais características foram observadas no caso Tec Toy S.A., que foi objeto de julgamento pelo colegiado da CVM<sup>164</sup> e de parecer de expoentes da academia nacional de ciências contábeis<sup>165</sup>, cuja discussão girava em torno sobre se essas debêntures deveriam ser contabilizadas no passivo exigível (como um instrumento de dívida) ou no patrimônio líquido da companhia (como um título de participação).

Além desse caso, foi noticiado em 2010 que debêntures estavam sendo usadas como manobra para desviar a companhia emissora de restrições regulatórias<sup>166</sup>. À época, por impedimento constitucional, não havia permissão para que o capital estrangeiro se associasse a hospitais e clínicas de saúde nacionais. Para contornarem essa restrição, o capital estrangeiro ingressou no caixa das companhias via emissão de debêntures. Não há, em um primeiro momento, alteração no quadro de acionistas, eis que os valores foram integrados no patrimônio das companhias a título de dívida. Entretanto, as debêntures emitidas previam “a seus detentores alguns direitos parecidos com aqueles que os acionistas possuem”, como “cláusulas que dão a seus compradores algum tipo de direito de gestão política na empresa, fazendo com que certos tipos de decisão tenham de passar antes por seu crivo”<sup>167</sup>.

Não há estudos jurídicos específicos, como existe na seara contábil, que apontam se determinada debênture deve ser considerada como um título de participação. Todavia, por

<sup>162</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 97.

<sup>163</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*, 2015, p. 287.

<sup>164</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM RJ n.º 2005/4105. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgamento: 06.12.2005. Pela riqueza do debate, MATTOS FILHO destrincha as questões atinentes ao caso em *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 58 e ss.

<sup>165</sup> Em linhas gerais, segundo os especialistas ELISEU MARTINS e ALEXSANDRO BROEDEL LOPES, as debêntures emitidas pela Tec Toy S.A. apresentavam características mais próximas à de um título de participação e, por essa razão, deveriam ser escrituradas no patrimônio líquido da companhia, e não no seu passivo exigível (Contabilização de debêntures perpétuas com participação nos lucros. O caso “Tec Toy”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Nova Série, ano L, n. 158, p. 267-279, abr./jun. 2011).

<sup>166</sup> Debênture vira ponte para o capital estrangeiro em hospitais. Data: 15.06.2010. Disponível em: <http://www.debenture.com.br/informacoesaomercado/noticias.asp?mostra=7373&pagina=-110>. Acesso em: 11 jul. 2019.

<sup>167</sup> Idem, *ibidem*.

esta breve exposição, entendemos ser o bastante para concluir que a própria noção de que a debênture seja um título exclusivamente de dívida pode ser colocada em xeque, a depender das circunstâncias do caso concreto.

Assim, a debênture apresenta-se como um título abstrato – capaz de dar cabo a mais de um negócio jurídico subjacente –, situado na intersecção entre título de crédito e valor mobiliário – sendo sua forma de emissão um dos principais requisitos a serem analisados para enquadrá-la entre um polo ou outro – e capaz de deter características próximas à de um título de participação, conferindo aos detentores participação nos lucros da emissora e, se necessário, garantindo influência dos debenturistas sobre a administração dos negócios. Portanto, inexiste uma caracterização única e constante que comporte todas as qualidades que uma debênture pode deter.

A despeito dessa afirmação, é possível observar uma homogeneidade maior entre os títulos que circulam no mercado de capitais. Trata-se, no mais das vezes, de debêntures que apresentam vencimento de médio a longo prazo e que asseguram a seu detentor o pagamento de juros remuneratórios e amortização do principal. Isso porque a intenção das companhias com acesso ao mercado de capitais é buscar elevada quantia a título de dívida e de maneira desconcentrada para dissipação dos riscos e dos interesses entre os diversos debenturistas. Considerando os custos que envolvem esse tipo de emissão e a necessidade da companhia de atrair investidores para a oferta, essas debêntures apresentarão qualidades semelhantes, de modo que os interessados, no mercado primário ou secundário, consigam ponderar seu risco e retorno de maneira satisfativa. Quanto mais específicas e de difícil assimilação, menores as chances de sucesso em sua colocação e de circularem no mercado secundário prejudicando a liquidez dos títulos.

As debêntures emitidas em operações privadas, por outro lado, tendem a apresentar qualidades mais heterogêneas. Não bastasse um contexto em que prevalece a autonomia privada, os custos de transação serem menores em virtude do baixo número de agentes envolvidos, o próprio âmbito em que é realizado o negócio já pressupõe que raramente esses títulos circularão diante da ausência de um mercado organizado. Assim, dado os interesses concentrados entre companhia e poucos debenturistas, existe uma margem maior para que as partes negociem as condições da emissão de acordo com a intenção comum das partes com o negócio, sendo possível constatar com mais frequência debêntures com peculiaridades distintas entre si.

Dessa constatação decorre a conclusão de que a caracterização da debênture deve ser realizada mediante averiguação casuística. Sua versatilidade não permite que a enquadre em um conceito fixo, sob pena de não abranger determinados casos e se tornar cientificamente inócuo. A partir dessa perspectiva, avançaremos ao estudo da escritura de emissão, considerando que é nela que as características dos respectivos títulos e demais condições são organizadas e estruturadas.

## **CAPÍTULO 4**

### **A CARACTERIZAÇÃO DA ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES**

Apresentamos no Capítulo 2 que, entre uma forma e outra de colocação de debêntures no mercado, existe uma conjuntura nas emissões privadas que propicia uma maior atuação da autonomia privada na definição das características dos títulos e das demais condições da escritura de emissão. Ao considerar os reflexos desse ambiente ao tema proposto neste trabalho, notamos duas importantes questões ainda não esclarecidas pela doutrina. A primeira é que as qualidades das debêntures não se resumem a de um título de dívida a ser lançado no mercado de capitais para fins de levantamento de recursos perante um número indeterminado de agentes. A outra é a percepção de que nem sempre a escritura de emissão reflete condições unilateralmente estabelecidas por uma das partes – no caso, a companhia.

Com relação à primeira questão, apresentamos no Capítulo 3 que a debênture, enquanto título abstrato, tem competência para implementar mais de um negócio jurídico subjacente – isto é, a partir de sua emissão, é possível realizar um mútuo, novar uma dívida ou mesmo realizar uma dação em pagamento. Sem prejuízo, o atual panorama jurídico da debênture permite que esse título cumpra essas finalidades por meio de sua emissão tanto no mercado de capitais como em operações privadas, podendo apresentar natureza jurídica de valor mobiliário ou título de crédito, considerando sua forma de colocação e demais particularidades.

Entre um contexto e outro, podemos notar que as debêntures, enquanto valores mobiliários, tendem a apresentar qualidades homogêneas. As que têm a natureza de título de crédito, por outro lado, usualmente demonstram uma heterogeneidade maior diante das diferentes e específicas finalidades econômicas que esses títulos podem exaurir – até o limite de evidenciarem características próximas a de um título de participação. Como conclusão, inferimos que a devida compreensão da debênture somente pode ser realizada a partir das particularidades do caso concreto.

Este capítulo, por sua vez, destinar-se-á a estudar a segunda questão que decorre da compreensão do contexto das emissões privadas de debêntures. Para tanto, buscaremos, em primeiro lugar, caracterizar a escritura de emissão mediante a mesma metodologia adotada no capítulo anterior – a partir da sua função econômica e da sua natureza jurídica. Será

possível entender, assim, a relação entre a função econômica da escritura com a finalidade dos títulos emitidos – questão central na averiguação da intenção comum das partes.

Por meio da análise da natureza jurídica, por sua vez, procuraremos, em primeiro lugar, entender qual o posicionamento da doutrina a respeito. Apresentada essa questão, veremos, em mais uma oportunidade, que, ao se abordar um tema da debênture tão somente pelo prisma das colocações públicas, existem posições doutrinárias que caracterizam a escritura de emissão como a materialização de um contrato de adesão, haja vista que os debenturistas, ao subscreverem os títulos, apenas aderem ao que foi unilateralmente proposto pela companhia emissora.

Se considerarmos as operações privadas para caracterizar a escritura de emissão, notaremos que existe um descompasso entre a doutrina e a prática. Nesse sentido, para cumprirmos com o principal objetivo deste capítulo, analisaremos casos concretos para lançarmos luz ao fato de que nem sempre os debenturistas são meros aderentes de um conteúdo cujos termos e condições foram concebidos unilateralmente pela companhia. Pretendemos, assim, traçar considerações importantes que servirão como base para apresentarmos as diretrizes gerais e específicas de interpretação de uma escritura de emissão de debêntures.

#### **4.1 A função econômica da escritura de emissão de debêntures**

Inexistem estudos no Brasil a respeito da função econômica exercida pela escritura de emissão de debêntures, tampouco apontamentos sobre o tema pela jurisprudência. A doutrina, ao abordar esse instituto, analisa-o como uma das etapas do procedimento para a emissão de debêntures e considerando os termos e condições que deve apresentar, segundo a Lei das S.A. É sob esse plano teórico que buscaremos colher a função econômica do instituto sob análise.

Recordemos que a emissão de debêntures é cumprida a partir do exaurimento de três fases. A primeira, de criação, é executada pela assembleia geral dos acionistas, ou pela reunião do conselho de administração, conforme o caso. Nessa etapa, o órgão incumbente deve fixar as condições da emissão de debêntures conforme arroladas nos incisos do art. 59 da Lei das S.A. Passa-se, após, à realização da segunda etapa: a celebração da escritura de emissão de debêntures pela companhia.

Devidamente autorizada, a companhia emissora estabelecerá na escritura de emissão, conforme determina o art. 61 da Lei das S.A., os direitos conferidos pelos títulos



emitidos, suas garantias e demais cláusulas ou condições, observadas as orientações fixadas pela assembleia geral ou conselho de administração. Mediante a assinatura da escritura pela companhia e cumpridos os demais requisitos legais, os títulos estarão válidos no mundo jurídico e aptos a serem subscritos pelos interessados. Nas lições de TAVARES BORBA<sup>168</sup>, “[a] existência legal das debêntures depende da assinatura da escritura de emissão”.

Diante destas considerações, parece-nos que a celebração da escritura de emissão – realizada no plano da validade das debêntures –, obedecidas as normas societárias e as orientações determinadas pelo órgão de administração competente, torna os respectivos títulos válidos e existentes, porquanto atribui o seu regime jurídico, tornando-os aptos a surtir seus efeitos no momento em que sejam subscritos pelos interessados<sup>169</sup>. Diante disso, entendemos que a escritura de emissão de debêntures tem por função econômica *estabelecer as regras pelas quais se submeterão os títulos emitidos*.

Em primeiro plano, as cláusulas e condições fixadas na escritura de emissão visam à disciplina dos títulos em si, e não da relação entre companhia e debenturistas. EIZIRIK, a esse respeito, aponta que a escritura de emissão “é o instrumento por meio do qual a companhia estabelece os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas e condições”<sup>170</sup>. As regras previstas passarão a disciplinar a referida relação na medida em que os debenturistas detenham os títulos<sup>171</sup>. A disciplina jurídica determinada pela escritura de emissão, portanto, parte dos títulos e desemboca na relação jurídica bilateral quando estabelecida<sup>172</sup>.

<sup>168</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 99.

<sup>169</sup> As lições de ANTÔNIO JUNQUEIRA DE AZEVEDO sustentam nossa posição. Segundo o ilustre pensador, “o direito, ao estabelecer as exigências, para que o negócio entre no mundo jurídico com formação inteiramente regular, está determinando os requisitos de sua validade” (*Negócio jurídico*: existência, validade e eficácia. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10.01.2002. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 42). Assim, “[a] validade é, pois, a qualidade que o negócio deve ter ao entrar no mundo jurídico, consistente em estar de acordo com as regras jurídicas (‘ser regular’). [...] ‘Válido’ é adjetivo com que se qualifica o negócio jurídico formado de acordo com as regras jurídicas” (Idem, p. 42). Com base nessas lições, entendemos a escritura de emissão como um dos requisitos de validade da debênture, já que é o documento em que constarão “os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas e condições”, nos termos do art. 61 da Lei das S.A. Enquanto a escritura de emissão concentra as *regras do jogo* dos títulos emitidos, outros atos devem ser cumpridos no plano da validade, por exemplo, a autorização para a emissão de debêntures via assembleia geral de acionistas ou reunião do conselho de administração, conforme o caso, nos termos do art. 59, e do seu § 1.º, do código societário, e a publicização do ato mediante o registro da escritura de emissão na Junta Comercial, em respeito ao quanto previsto no art. 62, I, do mesmo diploma legal.

<sup>170</sup> EIZIRIK, Nelson. *Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 387.

<sup>171</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 376-377.

<sup>172</sup> Sobre a disciplina estabelecida pela escritura de emissão partir das debêntures e não da relação jurídica entre companhia e debenturistas, assim lecionam FRAN MARTINS, para quem “[d]a escritura, constará

O conteúdo da escritura de emissão dependerá da finalidade econômica que as debêntures exercerão no caso. Considerando que a doutrina investiga a debênture enquanto títulos de dívida emitidos para captação de recursos no mercado de capitais, existem ponderações que procuram demonstrar algumas cláusulas adotadas pelos agentes econômicos nesses casos. Sempre rico nos detalhes, TAVARES BORBA salientou que, além das condições básicas como valor da emissão, número de séries, valor de cada título, remuneração, vencimento e garantias, poderão ser previstas outras obrigações a que se sujeitará a companhia, por exemplo,

[...] a de não elevar o seu endividamento acima de determinado teto, a de promover a venda de determinados ativos estranhos ao foco do negócio, a de submeter certas despesas à prévia autorização do agente fiduciário. É ainda comum convencionar restrições à venda de bens integrantes do ativo permanente, foro de eleição, e, mediante a interveniência dos controladores, regras sobre a manutenção do controle da sociedade, assim como limitações a distribuições de dividendos, ressalvado naturalmente o dividendo obrigatório.

Além dessas condições, essas escrituras de emissão deverão estabelecer regras sobre a nomeação e substituição do agente fiduciário, seus deveres e atribuições – quando se tratar de emissão pública<sup>173</sup> –, as regras sobre a convocação e deliberação das assembleias de debenturistas.

Por outro lado, se, por exemplo, a emissora tem a intenção de emitir debêntures para utilizá-las como veículo de investimento para determinado agente que pretenda converter a dívida em capital, certamente a respectiva escritura de emissão apresentará cláusulas e condições díspares<sup>174</sup>. Assim também ocorrerá caso a companhia emita debêntures para novar alguma de suas dívidas, ou para securitizar débitos de terceiros. Diferentes finalidades econômicas demandam das escrituras de emissão distintas disciplinas jurídicas dos respectivos títulos.

---

tudo o que a assembleia houver decidido a respeito da emissão das debêntures, as condições a que as mesmas ficam subordinadas, e em caráter especial, os direitos conferidos pelas debêntures e as garantias oferecidas pela sociedade, para o lançamento das mesmas” (*Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1977, p. 372), e DE CHIARA, o qual assevera que “[a] escritura de emissão é documento em que se contém as cláusulas e condições que regulamentam e a que se subordinam as debêntures emitidas por uma companhia” (*Debêntures*, 1978, p. 87).

<sup>173</sup> Nos termos do art. 61, § 1.º, da Lei das S.A., a intervenção do agente fiduciário será obrigatória somente quando as debêntures sejam “distribuídas ou admitidas à negociação no mercado”.

<sup>174</sup> Cf. análise comparativa entre as condições das escrituras de emissão realizada nos itens 4.4.1 e 4.4.2.

Logo, entendemos que o fundamento econômico da escritura de emissão será exaurido em função da finalidade econômica atribuída aos títulos. Conforme definida a finalidade das debêntures emitidas, o conteúdo de sua disciplina refletirá instrumentalizado na escritura de emissão. Independentemente disso, a escritura de emissão deverá conter todas as cláusulas e condições necessárias e suficientes para permitir ao interessado formar seu juízo sobre a conveniência ou não de realizar a subscrição ou a aquisição dos títulos<sup>175</sup>.

#### 4.2 A natureza jurídica da escritura de emissão de debêntures segundo a doutrina nacional

A escritura de emissão de debêntures é um instituto jurídico que nasceu com a edição da Lei das S.A.<sup>176</sup>. Anteriormente a esse diploma, não havia dispositivo legal que tratasse sobre instituto semelhante. O mais próximo, mas ainda assim sensivelmente distinto, era o *manifesto*, previsto no Decreto n.º 177-A/1893.

Nos termos do art. 2.º do mencionado Decreto, quando autorizada a emissão pela assembleia geral da sociedade emissora, mas antes de ser levada a efeito, os administradores deveriam publicar no diário oficial e em outro periódico de maior circulação no lugar de emissão um manifesto para *anunciar* informações a respeito da emissão. Consoante a intenção do legislador<sup>177</sup>, a função desse documento era dar ciência ao mercado sobre as condições daquela emissão de sorte a conferir maior transparência ao mercado de debêntures.

PONTES DE MIRANDA enxergava no manifesto “o que se vai fazer, qual o conteúdo dos títulos ao portador que vão ser subscritos e emitidos”, motivo pela qual entendeu que não se tratava de uma manifestação unilateral de vontade, mas sim de uma mera comunicação de conhecimento, “com implícita *invitatio ad offerendum*”<sup>178</sup>. A clássica doutrina comercialista, por outro lado, tomava o manifesto como uma proposta unilateral de negócio destinada ao

<sup>175</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 41.

<sup>176</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*, 2017, p. 447. Nesse sentido, cf. também LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*, 2009, p. 643.

<sup>177</sup> “Uma vez ocorrido o desastre pela *débâcle* causada pela crise do Encilhamento, destruindo os mercados de renda fixa e renda variável, volta o governo federal seus olhos para dar aos investidores lesados maior garantia nas eventuais e futuras emissões de debêntures. É nesse sentido que é editado o Decreto n. 177-A, em 15 de setembro de 1893, trazendo uma série de novidades tendentes a dar maior transparência às ofertas de obrigações, além de garantir as emissões com o patrimônio social da emitente” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 21).

<sup>178</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 394.

público, pois, além de dar publicidade às condições financeiras da companhia e da própria emissão, exercia a função de convidar os interessados à subscrição dos títulos emitidos<sup>179</sup>.

Por ter uma finalidade de publicidade tanto das debêntures como da situação econômico-financeira da sociedade emissora, TAVARES BORBA aproxima o manifesto do prospecto<sup>180</sup>, presente no atual regime jurídico e imprescindível para emissões públicas. Segundo o ilustre doutrinador, o prospecto, tal como era o manifesto, “configura importante componente do processo de distribuição pública das debêntures, na medida em que reúne, de forma didática e explicativa, todos os dados, demonstrativos e projeções que tenham relevância para a avaliação do investimento”<sup>181</sup>.

Ademais, se, sob o regime do Decreto n.º 177-A/1893, era a ata da assembleia geral, e não o manifesto, que instrumentalizava as cláusulas que disciplinavam a emissão de debêntures<sup>182</sup>, atualmente, o documento que cumpre esse papel é a escritura de emissão, eis que é por meio desta que a sociedade emissora fará constar os direitos dos debenturistas, as garantias ofertadas e demais condições, nos termos do art. 61, *caput*, da Lei das S.A. Por

<sup>179</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, após expor a finalidade do Decreto n.º 177-A/1893 de dar mais publicidade às emissões de debêntures, destacou que a publicação do manifesto serve para esse fim “e ainda para o convite aos subscritores” (*Tratado de direito comercial brasileiro*, 1934, p. 138). Por cumprir tais funções, o manifesto constituiria “proposta unilateral do mutuo dirigida ou oferecida ao público” (Idem, *ibidem*). Seguiram-no nesse entendimento TRAJANO DE MIRANDA VALVERDE (*Sociedades por ações. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940*, 1942, p. 506) e WALDEMAR MARTINS FERREIRA (*Tratado das debênturas*, 1944, p. 135).

<sup>180</sup> Nos termos do art. 38 da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, “[p]rospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”. Nas lições de EIZIRIK, GAAL, PARENTE e HENRIQUES, o prospecto “constitui o principal documento de caráter informativo a ser apresentado pela companhia que pretenda obter o registro de uma distribuição pública de valores mobiliários” (*Mercado de capitais: regime jurídico*, 2011, p. 162).

<sup>181</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 113.

<sup>182</sup> Conforme previsto no art. 1.º, § 6.º, do Decreto n.º 177-A/1893, “[n]a acta da assembleia geral serão exaradas as condições essenciais da emissão que se resolver”. A despeito de transparecer, em um primeiro momento, que na ata da assembleia geral que aprovasse a emissão de debêntures seria necessário tão somente formalizar as condições essenciais – cabendo, eventualmente, a outro documento instrumentalizar as demais condições –, o art. 2.º não determinava que do manifesto constassem outras condições que disciplinariam a emissão. Por outro lado, a art. 2.º, § 3.º, determinava que o manifesto devia anunciar “a data da publicação oficial da acta da assembleia geral que resolveu a emissão e lhe fixou as condições, precisando-se os jornaes onde essa publicação se fez”. PONTES DE MIRANDA, nessa linha, esclarecia que “a lei exige que a assembleia geral estabeleça as cláusulas (o conteúdo) dos títulos que hão de ser subscritos [...]” (*Tratado de direito privado*, 2012, p. 383). Em complemento, WALDEMAR MARTINS FERREIRA estabeleceu que “[n]a ata da assembleia geral extraordinária, que autorizar o lançamento do empréstimo, hão de constar suas condições” (*Tratado das debênturas*, 1944, p. 135).

essas razões, entendemos que a origem da escritura de emissão se dá com a edição da Lei das S.A. em 1976.

Conforme LEÃES, a escritura de emissão, tal como prevista no diploma societário, teve como inspiração o *trust indenture* do direito anglo-americano<sup>183</sup>. A despeito de sua originalidade, é possível afirmar que a discussão na doutrina contemporânea acerca da natureza jurídica da escritura de emissão é convergente. Em sua grande maioria, os doutrinadores ensinam que a escritura de emissão detém a natureza jurídica de declaração unilateral de vontade. Entendemos que a base dessa convergência na doutrina está, em primeiro lugar, na clássica classificação da debênture como título de crédito e, em segundo, na adoção da teoria da criação para fundamentar a constituição da obrigação oriunda de uma debênture.

Cuidamos de apresentar a classificação da debênture como título de crédito no item 3.2.2. No tocante ao segundo ponto, a teoria da criação é apenas uma das várias criadas para tentar desvendar a origem da obrigação de um título de crédito. Para NEWTON DE LUCCA, trata-se de “[m]atéria vastíssima e caracterizada por extrema complexidade”, e “[s]ão tantas as teorias existentes em torno de tão delicado problema que a simples tarefa de enumerá-las ou de classificá-las importa em considerável sacrifício por parte do estudioso”<sup>184</sup>.

A essência dessa teoria está em apontar a declaração unilateral da sociedade emissora, desde que redigida consoante as prescrições legais, como a fonte da obrigação do título<sup>185</sup>. Portanto, os adeptos dessa teoria entendem que

[...] a perfeição da obrigação depende somente da criação do título. Mas a sua eficácia depende de algo mais, ficando condicionado o nascimento do vínculo obrigatório – a relação de débito e crédito exige dois sujeitos determinados – à aquisição por alguém de propriedade do título, aquisição que é uma *conditio juris* da obrigação<sup>186</sup>.

<sup>183</sup> “Essa ‘escritura de emissão’ se inspira, por certo, no *trust indenture*, também conhecido como *deed of trust*, do direito anglo-americano, que é um contrato formal celebrado entre a sociedade e o agente fiduciário como representante dos debenturistas – o *corporate trustee* –, sendo a debênture sempre reputada como um título de crédito vinculado a um mútuo (*it is an evidence of a right to participate in a certain legal contract – the trust indenture*). Essa *bond trust indenture*, considerada a *practical necessity in corporate long-term borrowing*, tornou-se obrigatória por força de lei, pelo *Trust Indenture Act* norte-americano, de 1939, e pela seção 88 da *Companies Act* inglesa, de 1948” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, 1978, p. 54-55).

<sup>184</sup> LUCCA, Newton de. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*, 1979, p. 73.

<sup>185</sup> BORGES, José Eunápio. *Títulos de crédito*, 1971, p. 22.

<sup>186</sup> Idem, *ibidem*.

ASCARELLI<sup>187</sup> e, mais recentemente, NEWTON DE LUCCA<sup>188</sup> foram partidários dessa teoria. Com base nela, PONTES DE MIRANDA<sup>189</sup> elucidou que as debêntures são títulos criados em função de uma declaração unilateral de vontade da sociedade emissora.

Clássicos comercialistas também exaltavam esse traço unilateral do ato jurídico que criava as debêntures. WALDEMAR MARTINS FERREIRA, enfático, anota que

[...] [n]ão celebra, realmente, a sociedade contrato algum com os prováveis subscritores o seu empréstimo. Lavrando-se, em fórmula tabeliôa, no livro de notas, a escritura, em que se consignem as condições daquele, não se exara nele mais que simples proposta, manifestação unilateral da vontade, a ser aceita por quantos convinhavel o repute<sup>190</sup>.

VALVERDE, nessa linha, expôs que “[a] criação de debêntures constitui sempre um ato unilateral do subscritor ou emissor. Satisfeitas as formalidades preliminares, *êle* redige, de acordo com as prescrições legais, o título, e o subscreve”<sup>191</sup>.

Com o advento da Lei das S.A., a elaboração, assinatura e registro da escritura de emissão na Junta Comercial passaram a ser um dos estágios necessários para a emissão de debêntures<sup>192</sup>. De acordo com as lições da doutrina clássica, portanto, a escritura de emissão seria uma manifestação unilateral de vontade da sociedade emissora.

Com efeito, de acordo com o art. 61 da Lei das S.A., “[a] companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições”. Logo, nos termos da Lei, cabe tão somente à companhia emissora, e

<sup>187</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 431.

<sup>188</sup> LUCCA, Newton de. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*, 1979, p. 94.

<sup>189</sup> O notável pensador assim ensinou: “[a] sociedade, no momento em que o seu órgão ou os seus órgãos subscrevem a debênture, perfaz o título-valor. O título-valor existe, porque incorpora a declaração unilateral de vontade, que, pela satisfação de todos os pressupostos necessários, entrou no mundo jurídico e vale” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 377). TAVARES BORBA, mais recentemente, arremata: “[a]s debêntures, uma vez criadas, passam a ter imediata existência jurídica, o que se mostra consoante à teoria da criação, vigente no direito cambiário” (*Direito societário*, 2015, p. 294).

<sup>190</sup> Essa posição de WALDEMAR MARTINS FERREIRA é manifestada no momento em que comenta as normas do Decreto n.º 781/1938. Conforme destacamos no item 2.2.1 desta dissertação, esse Decreto foi editado para regular a comunhão de interesses entre os debenturistas. Essa comunhão, relembrando, somente poderia ser criada, nos termos do art. 1.º do referido Decreto, “quando tal condição consta[sse] do manifesto da sociedade e do contrato devidamente inscrito [...]”. O doutrinador, então, criticou o termo “contrato”, que está no texto da norma consoante exposto (FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 111).

<sup>191</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940, 1942, p. 483.

<sup>192</sup> A respeito dos estágios do negócio jurídico de emissão de debêntures cf. item 2.3.1.

não às partes envolvidas no negócio, elaborar a escritura de emissão para reger as condições dos respectivos títulos. Nesse sentido, podemos entender a escritura de emissão como o documento que instrumentaliza a manifestação unilateral de vontade da sociedade emissora.

A doutrina contemporânea, representada por diversos nomes, seguiu apresentando esse entendimento. TEIXEIRA e GUERREIRO, muito embora reconheçam que a escritura de emissão possa ser vista, em um primeiro momento, como o contrato de empréstimo subjacente à emissão de debêntures, concluem que esse documento

[...] não se reveste do caráter de instrumento contratual, a refletir a bilateralidade inerente ao mútuo, mas, ao contrário, exprimirá uma declaração unilateral de vontade, por parte da companhia emissora, contendo as cláusulas, garantias e condições oferecidas aos tomadores das debêntures<sup>193</sup>.

FRANCISCO JOSÉ PINHEIRO GUIMARÃES, atualizador da obra de LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, além de frisar a escritura de emissão como o documento que formaliza uma única manifestação de vontade, relembra que seu caráter unilateral também pode ser ressaltado a partir do fato de que é a sociedade emissora a única parte a assiná-lo, por meio de seus representantes legais<sup>194</sup>. Exponentes da doutrina societária contemporânea, como CARVALHOSA e KUYVEN<sup>195</sup> e EIZIRIK<sup>196</sup>, assim também entendem, seguidos por tantos outros<sup>197</sup>. TAVARES BORBA, em sua obra destinada especificamente ao estudo da debênture, arremata a questão ao elucidar que “[d]eve-se considerar que a escritura de emissão – ato declaratório da companhia, de natureza unilateral, é que, na verdade, cria as debêntures, as quais, contudo, enquanto não lançadas na circulação, mantêm a sua eficácia contida”<sup>198</sup>.

A despeito dessa convergência, existem algumas posições que apontam a escritura de emissão como um contrato de adesão. MATTOS FILHO<sup>199</sup>, nesse sentido, aduz que

<sup>193</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, 1979, p. 362.

<sup>194</sup> Cf. nota de rodapé 57 e o texto que a acompanha.

<sup>195</sup> CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN Fernando. *Sociedades anônimas*, 2018, p. 402.

<sup>196</sup> EIZIRIK, Nelson. *Lei das S.A. comentada*, 2011, p. 318.

<sup>197</sup> SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Uma contribuição ao estudo das debêntures*, 1986, p. 78; DE CHIARA, José Tadeu. *Debêntures*, 1978, p. 87; e AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 84.

<sup>198</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 15.

<sup>199</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 31. Nesse sentido, assim também se manifestou MARCOS PAULO DE ALMEIDA SALLES: “[a] escritura de emissão tem características de contrato por adesão, onde as condições jurídicas pré-dispostas são exatamente aquelas condições do empréstimo a ser contraído pela Companhia, seus rendimentos, garantias e seu resgate” (VIDIGAL,

[...] a debênture, quer seja emitida, quer surja sob a forma escritural, é sempre tida como representativa de uma fração de um mútuo unitário, cujos direitos e obrigações oferecidos aos poupadores encontram-se inscritos no contrato de adesão que se materializa na escritura de emissão.

Para entendermos o posicionamento *supra*, devemos retomar nossas considerações a respeito da emissão de debêntures e suas etapas.

#### **4.3 Ainda sobre a natureza jurídica: a relação estabelecida entre companhia e debenturistas após a formalização da escritura de emissão**

Apresentamos anteriormente que a emissão de debêntures comporta diferentes fases: a primeira em que os títulos são criados; uma segunda em que são emitidos pela sociedade emissora mediante uma declaração unilateral de vontade consubstanciada na escritura de emissão; e uma última em que os interessados subscrevem os títulos.

Diante desses estágios, PONTES DE MIRANDA aplica os conceitos de validade e eficácia para explicar a unilateralidade do ato que perfaz as debêntures. Conforme o jurista,

[...] [a] sociedade, no momento em que o seu órgão ou os seus órgãos subscrevem a debênture, perfaz o título-valor. O título-valor existe, porque incorpora a declaração unilateral de vontade que, pela satisfação de todos os pressupostos necessários, entrou no mundo jurídico e vale. A eficácia é outra coisa. Ao contacto com o possuidor de boa-fé em relação à sociedade subscritora, irradia-se a relação jurídica de dívida, que – essa sim – é bilateral, como tôdas as relações<sup>200</sup>.

Ao aplicar essas lições aos estágios da emissão de debêntures, notamos que, antes de os títulos estarem em poder dos debenturistas, a escritura de emissão está *perfeita e válida*, assim como os títulos emitidos. Com os títulos juridicamente válidos em mãos, a companhia emissora poderá, em seguida, ofertá-los no mercado com o objetivo de contrair um empréstimo, novar uma antiga dívida ou mesmo utilizar os títulos como contraprestação à determinada obrigação assumida pela sociedade emissora. No entanto, até que os debenturistas detenham os títulos, sua eficácia restará contida. Ao subscreverem, liberam-se

---

Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações*: Lei n.º 6.404/76. São Paulo: Resenha Universitária, Instituto dos Advogados de São Paulo, 1978. p. 12).

<sup>200</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, 2012, p. 376-377.



os efeitos jurídicos dos títulos nos termos da escritura de emissão que passa, assim, a reger uma relação jurídica bilateral entre credor e devedor.

Logo, em um primeiro momento, a escritura de emissão emerge existente e válida no mundo jurídico a partir de um ato empreendido unilateralmente pela companhia emissora. Em um segundo, após os interessados aquiescerem com as condições fixadas mediante a subscrição dos títulos emitidos, as regras que constam da escritura de emissão passam a disciplinar o laço estabelecido entre companhia e debenturistas. Retomando os ensinamentos de WALDEMAR MARTINS FERREIRA<sup>201</sup> que, atento a essa peculiaridade da escritura de emissão, esclarece que esse documento não representa nada mais do que “simples proposta, manifestação unilateral de vontade, a ser aceita por quantos convinhavel o reputem”. Em seguida, complementa: “[o] contrato vem depois. O por via do qual os prestadores de capital venham a subscrevê-lo, outro não é senão o chamado contrato de adesão”.

Note que o referido doutrinador aponta e discrimina ambas as fases da escritura de emissão, para, então, esclarecer que o contrato entre credor e devedor, quando estabelecido via emissão de debêntures, detém a natureza de um contrato de adesão. Nesse sentido, também para TEIXEIRA e GUERREIRO<sup>202</sup> “o contrato de empréstimo mediante debêntures (que sucede, no tempo, à celebração da escritura) outro não é senão o chamado contrato de adesão”.

Diante dessas considerações, devemos entender os apontamentos doutrinários sobre a escritura de emissão materializar um contrato como se referindo a sua segunda fase – isto é, momento no qual os interessados subscreveram os títulos e anuíram com as condições estabelecidas para regê-los –, que sucede no tempo a sua celebração pela companhia emissora. Portanto, essas considerações não devem afetar a classificação da natureza jurídica da escritura de emissão como de manifestação unilateral de vontade, eis que sua existência e validade no mundo jurídico, conforme esclarecido, advêm de ato empreendido exclusivamente pela sociedade emissora. A relação que posteriormente é instituída, por sua vez, tão somente promove a liberação dos efeitos jurídicos dos termos e condições da escritura.

A ausência de um entendimento claro acerca da aplicação dos conceitos de validade e eficácia sobre a emissão de debêntures pode levar a desvios no tocante à análise da natureza jurídica do instituto em comento. A CVM, a propósito, já se referiu, em mais de uma oportunidade, à escritura de emissão como um contrato estabelecido entre sociedade

<sup>201</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 111.

<sup>202</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, 1979, p. 362.

emissora e os debenturistas<sup>203</sup>. Em contrapartida, também manifestou, em outras ocasiões, entendimento de que a escritura de emissão configura a materialização de uma declaração unilateral de vontade<sup>204</sup>.

Diante do arcabouço legal e doutrinário apresentado, outra não poderia ser nossa conclusão senão a de reconhecer a natureza jurídica da escritura de emissão de debêntures como a de uma declaração unilateral de vontade. Essa classificação, de acordo com nossos estudos, se dá a partir da verificação do ato que a torna válida e perfeita no âmbito jurídico. Daí seu traço unilateral e a categorização de sua natureza jurídica.

Por caber exclusivamente à companhia a formalização da escritura da emissão, vimos que existem posicionamentos que apontam a relação jurídica estabelecida entre sociedade e debenturistas como a de um contrato de adesão, eis que sua origem decorre do assentimento destes ao teor das condições unilateralmente estipuladas por aquela. Isso significa afirmar que o conteúdo da escritura de emissão seria invariavelmente fixado conforme o exclusivo arbítrio da companhia, observadas as condições do mercado no momento da emissão, cabendo aos interessados tão somente aderir à oferta, sem que ocorra um processo de barganha entre as partes.

A esse respeito, entretanto, tivemos a oportunidade de mencionar que as operações privadas de emissão são levadas a efeito em um contexto propício para que as partes ajustem o conteúdo da escritura de emissão de maneira a atender aos seus específicos interesses econômicos. Portanto, pode haver, sobretudo nesse contexto, escrituras cujas condições sejam reflexos de negociações empreendidas entre os agentes envolvidos, e não unilateralmente fixadas pela companhia.

---

<sup>203</sup> Nos termos do Parecer CVM/GJURR n.º 011, de 6 de agosto de 1992: “[a] escritura de emissão, que se constitui na base do contrato que é celebrado entre debenturistas e companhia emissora, estatui os direitos conferidos pelas debêntures, as garantias que as suportam e todas as demais cláusulas e condições a que se sujeitam”. No Parecer CVM/SJU/ n.º 39, de 15 de maio de 1984, a autarquia assim se pronunciou: “[s]endo as debêntures configuradas como títulos de crédito vinculados a um contrato subjacente (mútuo), cujas cláusulas e condições se acham expressas na escritura de emissão e reproduzias no certificado, a igualdade de tratamento dos debenturistas, portadores de títulos da mesma série, resulta da unicidade da operação de crédito, que dá origem aos títulos em questão”.

<sup>204</sup> No Parecer CVM/SJU n.º 027, de 9 de março de 1984, restou consignado: “[a]ssim, a escritura de emissão é o instrumento no qual se materializa a declaração unilateral de vontade da companhia emissora”. Nessa linha, a CVM, no Parecer CVM/SJU n.º 037, de 13 de maio de 1983, constatou: “[d]e fato, a debênture, na sua criação, não nasce de um acordo bilateral em que as partes pudessem convencionar garantias ou quaisquer cláusulas. Mas, configurando uma declaração unilateral de vontade, a do emissor, o qual deve, na escritura de emissão, estabelecer as características, condições, garantias do papel, faculta a este determinar as cláusulas que melhor lhe convenham. Cabe, ao tomador, avaliar o risco do papel, em face da capacidade da empresa emissora e das garantias oferecidas”.

Diante desse descompasso entre a posição da doutrina e o que ocorre, de fato, em emissões privadas de debêntures, aliada à inexistência de posicionamento da doutrina e da jurisprudência a respeito, analisaremos casos concretos para realçar os diferentes termos e condições existentes entre escrituras de emissões públicas daquelas que disciplinam títulos colocados de maneira privada. Dessarte, entendemos ser possível comprovar que, muito embora a escritura de emissão detenha a natureza de uma declaração unilateral, não se pode tomar como regra que seus termos e condições tenham sido estipulados unilateralmente pela emissora dos títulos, assumindo os debenturistas a posição de meros aderentes.

#### **4.4 Um estudo empírico a respeito da concepção da relação entre companhia e debenturistas em emissões públicas e privadas**

A doutrina majoritária compreende a natureza jurídica da escritura de emissão como a de uma manifestação unilateral de vontade. Não obstante, alguns estudiosos aprofundaram-se na questão e destacaram que a relação entre credor e devedor – que sucede a celebração da escritura pela sociedade –, estabelecida em uma emissão de debêntures, seria a de um contrato de adesão, tendo em vista que os debenturistas, nesses casos, tão somente aquiescem com as condições exclusivamente impostas pela companhia.

Em operações privadas, contudo, é possível notar situações em que os debenturistas não aderem propriamente ao que fora unilateralmente proposto. Em outras palavras, antes de a companhia celebrar a escritura, discutem, influem e, possivelmente, elaboram em conjunto os termos da escritura conforme seus interesses no negócio. Passa, então, de um mero aderente a uma parte que efetivamente barganhou os termos e condições antes de subscrever os títulos emitidos pela contraparte.

Não há restrição legal que vede agentes econômicos de negociar os termos de uma escritura de emissão antes de ela ser aprovada pela assembleia geral ou pelo conselho de administração e cumprir os demais requisitos legais de validade. Aliada a isso, a emissão privada de debênture promove incentivos aos agentes para negociarem em conjunto o conteúdo da escritura, dado que, por via de regra, seus interesses são mais concentrados e os custos de negociação são menores do que aqueles observados em emissões públicas.

Sem a pretensão de esgotar a questão – em virtude dos inúmeros arranjos que uma escritura de emissão pode apresentar *vis-à-vis* as finalidades econômicas que uma debênture pode exercer –, analisaremos quatro escrituras celebradas no ano de 2019, das quais, duas elaboradas mediante adesão a termos padronizados para reger grandes emissões

públicas no mercado de capitais, e as outras para disciplinar emissões privadas. Por meio dessa abordagem, será possível confrontar diferentes disposições que existem entre elas e observar que nem sempre será a companhia a elaborar unilateralmente os termos do negócio.

#### 4.4.1 *Escrituras de emissão de debêntures celebradas com a finalidade de angariar recursos financeiros no mercado de capitais*

Para selecionar as escrituras de emissão voltadas ao mercado de capitais, acessamos o *Boletim de Mercado de Capitais* publicado mensalmente pela Anbima<sup>205</sup>, pelo qual é possível averiguar quais as emissões de debêntures realizadas no mercado de capitais brasileiro desde 2013. Dentre elas, escolhemos aleatoriamente as emissões efetuadas pela Rumo S.A. (“Rumo”), em 18 de março de 2019, e pela Movida Participações S.A. (“Movida”), em 25 de junho de 2019, ambas sociedades anônimas de capital aberto. Para acessar as respectivas escrituras de emissão, consultamos o *website* de cada uma destinado ao relacionamento com seus investidores<sup>206</sup>.

A finalidade econômica de ambas foi captar grande monta de recursos financeiros no mercado de capitais. Enquanto a Rumo emitiu quinhentas mil debêntures não conversíveis com valor nominal de R\$ 1.000,00 cada, totalizando a quantia de R\$ 500.000.000,00, a Movida arrecadou R\$ 700.000.000,00 por meio da emissão de setecentas mil debêntures não conversíveis com valor nominal de R\$ 1.000,00 cada. Nos termos da cláusula 4.1 da respectiva escritura de emissão, a Rumo se obrigou a destinar os recursos captados ao “projeto de investimento em infraestrutura na área de transporte e logística no setor ferroviário da Rumo Malha Sul S.A.”. A Movida, por sua vez, assumiu a obrigação de reservar os recursos para alongar o perfil de sua dívida, bem como para “financiar a renovação e expansão da frota de veículos das suas controladas, na gestão ordinária dos seus negócios”, conforme consta da cláusula 3.9.1. da escritura de emissão.

Quanto às suas condições, em linhas gerais, as debêntures emitidas pela Rumo apresentam vencimento de dez anos (cláusula 5.5.1) com pagamento de juros remuneratórios

<sup>205</sup> Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-em-aco-es-registram-o-maior-volume-semestral-da-serie-historica.htm#](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-em-aco-es-registram-o-maior-volume-semestral-da-serie-historica.htm#). Acesso em: 1.º ago. 2019.

<sup>206</sup> Escritura da 12.ª emissão de debêntures da Rumo S.A. realizada em 18 de março de 2019. Disponível em: <http://ri.rumolog.com/ptb/ofertas-publicas>. Acesso em: 1.º ago. 2019. Escritura da 4.ª emissão de debêntures da Movida Participações S.A. realizada em 25 de junho de 2019. Disponível em: [https://ri.movida.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=62566](https://ri.movida.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=62566). Acesso em: 1.º ago. 2019.

a cada semestre (cláusula 5.7.1). Os títulos emitidos pela Movida, conforme a série a que pertençam, vencem em três, cinco ou oito anos (cláusula 4.1.5), e o pagamento de juros remuneratórios também é realizado semestralmente (cláusula 4.7.1). A taxa de juros remuneratórios das debêntures da Rumo pode ser atrelada ao retorno de determinado título público, acrescido de taxa de juros adicional, ou pode ser fixa de 5,05% ao ano, a depender de qual possuir o maior retorno no dia do pagamento dos juros (cláusula 5.6.2). Os títulos da Movida remuneram seus detentores com base na variação acumulada das taxas médias diárias dos depósitos interfinanceiros DI, acrescida de uma taxa de juros adicional que varia consoante a série da emissão (cláusulas 4.3.1, 4.3.2 e 4.3.3).

Ambas as colocações foram públicas. Entretanto, enquanto a Rumo destinou a oferta de debêntures, nos termos da Instrução CVM n.º 400, a investidores institucionais e não institucionais, incluindo pessoa física (cláusula 3.7.3.), a Movida disponibilizou sua oferta somente para investidores institucionais, observando as regras da Instrução CVM n.º 476 (cláusula 3.7.3). As debêntures oriundas dessas emissões foram depositadas para distribuição no mercado primário e para negociação no mercado secundário, garantido a circulação desses títulos no âmbito do mercado de capitais nacional.

Ao analisar as escrituras que regem cada emissão, nota-se que o conteúdo de cada qual, além de apresentar semelhança, é muito próximo daquele do modelo da Anbima<sup>207</sup>. Para ilustrar essa afirmação, podemos citar as quase idênticas hipóteses de vencimento antecipado que as companhias estabeleceram, as quais guardam relação com as hipóteses que constam da escritura de emissão modelo da Anbima<sup>208</sup>. A diferença entre as escrituras de

<sup>207</sup> Disponível em: [https://www.anbima.com.br/data/files/E0/A1/B2/F3/532085106351AF7569A80AC2/Mo delodeEscrituradeEmissaoDebentures-GTPadronizacaoANBIMA29-10-15\\_1\\_.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/E0/A1/B2/F3/532085106351AF7569A80AC2/Mo delodeEscrituradeEmissaoDebentures-GTPadronizacaoANBIMA29-10-15_1_.pdf). Acesso em: 1.º ago. 2019.

<sup>208</sup> O modelo Anbima aponta que a escritura de emissão que adotar a padronização deverá conter, no mínimo, determinados eventos de vencimento antecipado conforme listados na cláusula 6.1. Ao analisarmos as escrituras de emissão de Rumo e de Movida, a partir dos eventos listados pelo modelo Anbima, notamos a seguinte adesão: (i) “inadimplemento de obrigação pecuniária relativa às Debêntures” (cláusula 7.1 (ii) da Rumo; cláusula 6.1. (a) da Movida); (ii) “vencimento antecipado de quaisquer dívidas da Emissora” (cláusula 7.1 (iii) da Rumo; cláusula 6.2. (g) da Movida); (iii) “[pedido/decretação] de falência, recuperação judicial ou extrajudicial ou eventos análogos envolvendo a Emissora” (cláusula 7.1 (i) da Rumo; cláusula 6.1. (b) da Movida); (iv) “pedido de liquidação, dissolução ou extinção da Emissora” (cláusula 7.1 (i) da Rumo; cláusula 6.1. (b) da Movida); (v) “transformação do tipo societário da Emissora” (cláusula 7.1 (vii) da Rumo; cláusula 6.1. (d) da Movida); (vi) “alteração do objeto social da Emissora” (cláusula 7.1 (v) da Rumo; cláusula 6.2. (b) da Movida); (vii) “inadimplemento de obrigação não pecuniária relativa às Debêntures (cláusula 7.2 (i) da Rumo; cláusula 6.2. (c) da Movida); (viii) “alteração do atual controle acionário da Emissora” (cláusula 7.1 (ix) da Rumo; cláusula 6.1. (f) da Movida); (ix) “inadimplemento de outras dívidas da Emissora” (cláusula 7.2 (ii) da Rumo; cláusula 6.2. (i) da Movida); (x) “reorganização societária” (cláusula 7.1 (viii) da Rumo; cláusula 6.1. (e) da Movida); (xi) “cessão das obrigações da Emissora decorrentes desta Escritura a terceiros” (cláusula 7.1 (vi) da Rumo); (xii) “não constituição das

emissão está na indicação dessas hipóteses como de vencimento antecipado automático ou de não automático<sup>209</sup>.

A homogeneidade entre os documentos também pode ser observada ao compararmos as obrigações assumidas pelas companhias. Apesar de as listas dessas obrigações serem extensas em cada uma das escrituras de emissão analisadas, as companhias, basicamente, assumem deveres similares até a efetiva quitação das debêntures emitidas, seguindo, em mais uma oportunidade, o modelo da Anbima<sup>210</sup>.

---

garantias das Debêntures (se houver garantias na operação)” (em ambos os casos as debêntures emitidas são quirografárias sem constituição de garantias); (xiii) “alienação ou oneração de ativos da Emissora (conforme o caso)” (cláusula 7.1 (xiii) da Rumo; cláusula 6.2. (k) da Movida); (xiv) “redução de capital da Emissora, observada a Lei das Sociedades por Ações” (cláusula 7.1 (iv) da Rumo; cláusula 6.1. (g) da Movida); (xv) “protesto de títulos contra a Emissora (conforme o caso)” (cláusula 7.2 (iii) da Rumo; cláusula 6.2. (e) da Movida); (xvi) “descumprimento de decisão ou sentença judicial, administrativa e/ou arbitral pela Emissora” (cláusula 7.2 (v) da Rumo; cláusula 6.2. (j) da Movida); (xvii) “não obtenção, não renovação, cancelamento, revogação ou suspensão das autorizações, concessões, alvarás e/ou licenças necessárias para a atividade da Emissora (conforme o caso)” (cláusula 7.2 (vi) da Rumo; cláusula 6.2. (d) da Movida); (xviii) “caso a Emissora esteja inadimplente em relação a qualquer obrigação pecuniária prevista nesta Escritura, e efetue pagamento de dividendos ou distribuição de juros sobre capital próprio acima do dividendo mínimo obrigatório (conforme o caso)” (cláusula 7.1 (xi) da Rumo; cláusula 6.2. (h) da Movida); (xix) “falsidade ou incorreção das declarações ou garantias prestadas pela Emissora nos documentos da Oferta (conforme o caso)” (cláusula 7.2 (viii) da Rumo; cláusula 6.2. (a) da Movida); (xx) “destinação dos recursos da Emissão de forma diversa à prevista na Escritura de Emissão” (cláusula 7.1 (x) da Rumo; cláusula 7.1. (aa) da Movida); (xxi) “não observância de índices financeiros (conforme o caso, sendo que, na hipótese de não inclusão deste evento, a escritura deverá conter, nesta Cláusula VI, disposição informando que não existe obrigatoriedade de cumprimento de índices financeiros pela Emissora)” (cláusula 7.2 (xi) da Rumo; cláusula 6.2. (l) da Movida); e (xxii) “atuação em desconformidade com as disposições da Lei n.º 12.846, de 1.º de agosto de 2013, ou qualquer outra legislação que seja aplicável” (em ambos os casos o cumprimento desta normal legal é assumido como obrigação adicional pela emissora – cláusula 8.1; (xxxv) da Rumo; cláusula 7.1 (dd) da Movida). Nota-se que, tanto no caso da Rumo como no da Movida, existem mais eventos de vencimento antecipado do que o modelo da Anbima. Entretanto, é possível aferir que o nível de adesão aos termos do modelo da Anbima é alto nos dois casos estudados.

<sup>209</sup> Trata-se de um dispositivo importante no que diz respeito à proteção dos respectivos debenturistas, eis que seu descumprimento autoriza o agente fiduciário nomeado a exigir a totalidade da dívida imediatamente (nos casos de vencimento antecipado automático) ou mediante aprovação dos debenturistas (nos casos de vencimento antecipado não automático), nos termos das cláusulas 7.1 e 7.2 da escritura de emissão celebrada pela Rumo e das cláusulas 6.1 e 6.2 da escritura de emissão celebrada pela Movida.

<sup>210</sup> Novamente, partindo das obrigações estabelecidas no modelo da Anbima, é possível notar a aderência aos seus termos: (i) “fornecer ao Agente Fiduciário suas informações financeiras, relatório demonstrando a apuração dos índices financeiros (se houver), documentos necessários para a elaboração do relatório anual do Agente Fiduciário previsto na Instrução CVM 28 e informações sobre Eventos de Vencimento Antecipado” (cláusula 8.1 (i)(a) da Rumo; cláusula 7.1 (d)(i) da Movida); (ii) “convocar a Assembleia Geral de Debenturistas, quando necessário, e enviar cópia da respectiva convocação para a Anbima” (cláusula 8.1 (xii) da Rumo; cláusula 7.1. (g) da Movida); (iii) “cumprir as determinações da CVM e da [Cetip e/ou BM&FBovespa]” (cláusula 8.1 (xvii) da Rumo; cláusula 7.1 (h) da Movida); (iv) “manter órgão para atender aos Debenturistas ou contratar instituições financeiras autorizadas para a prestação desse serviço” (cláusula 8.1 (xxiv) da Rumo; cláusula 7.1. (t) da Movida); (v) “não realizar operações fora do seu objeto social” (cláusula 8.1 (xviii) da Rumo; cláusula 7.1. (j) da Movida); (vi) “não praticar atos em desacordo com seu estatuto social ou a Escritura” (cláusula 8.1 (xviii) da Rumo; cláusula 7.1. (a) da Movida); (vii) “[promover o registro da Escritura e dos [contratos de garantia] nos cartórios

A utilização de um modelo preconcebido para a elaboração dessas escrituras de emissão de debêntures guarda relação com a intenção comum de cada parte envolvida na operação. Enquanto a motivação da emissora é angariar recursos financeiros, a dos debenturistas é subscrever os títulos para rentabilizar o capital empregado mediante o recebimento de juros remuneratórios. Considerando que o volume de recursos pretendido é grande, ambas as companhias ofertaram milhares de debêntures no mercado de capitais de maneira não individualizada com o objetivo de dispersar os riscos da operação e atrair um número de investidores suficiente para subscrever toda a oferta.

Para tanto, utilizaram-se de uma escritura-modelo, cujos parâmetros são conhecidos pelos agentes econômicos, para que os interessados consigam avaliar de modo satisfatório o retorno propiciado pelo título, considerando o risco de inadimplemento da emissora, e apenas aquiesçam com as condições mediante a subscrição dos títulos emitidos, caso entendam se tratar de um bom negócio. São casos, portanto, em que o processo de discussão e concepção

---

competentes, conforme previsto nesta Escritura]; (se houver)” (cláusula 8.1 (i)(f) da Rumo; cláusula 7.1. (y) da Movida); (viii) “[manter contratada e providenciar a atualização anual do relatório de avaliação da Emissora e das Debêntures elaborado pela Agência de Classificação de Risco, até a Data de Vencimento das Debêntures]; [(se houver contratação de agência de rating para a oferta)]” (cláusula 8.1 (g) da Rumo; cláusula 7.1. (l)(iii) da Movida); (ix) “notificar o Agente Fiduciário sobre qualquer ato ou fato que possa causar interrupção ou suspensão das atividades da Emissora ou que possa afetar a capacidade de pagamento das Debêntures” (cláusula 8.1 (iii) da Rumo; cláusula 7.1. (k) da Movida); (x) “manter as Debêntures registradas para negociação no mercado secundário durante o seu respectivo prazo de vigência, arcando com os custos dos referidos registros” (cláusula 8.1 (xxvii) da Rumo; cláusula 7.1. (t) da Movida); (xi) “[manter atualizado o registro de companhia aberta na CVM e cumprir com as obrigações de envio à CVM de informações periódicas e eventuais e de divulgação e colocação de tais informações à disposição dos investidores nos termos da Instrução CVM n.º 480;] [(no caso de sociedades registradas na CVM)]” (cláusula 8.1 (v) da Rumo; cláusula 7.1. (i) da Movida); (xii) “cumprir todas as leis, normas e regulamentos aplicáveis à Emissora, incluindo eventuais políticas ambientais” (cláusula 8.1 (xxx) da Rumo; cláusula 7.1. (s) da Movida); (xiii) “efetuar recolhimento de quaisquer tributos ou contribuições que incidam ou venham a incidir sobre a Emissão e que sejam de responsabilidade da Emissora” (cláusula 8.1 (xxi) da Rumo; cláusula 7.1. (o) da Movida); (xiv) “manter sempre válidas, eficazes, em perfeita ordem e em pleno vigor todas as autorizações necessárias à assinatura da Escritura [e da (garantia)]” (cláusula 8.1 (xix) da Rumo; cláusula 7.1. (q) da Movida); (xv) “manter válidas e regulares as declarações e garantias apresentadas na Escritura” (cláusula 11.2 da Rumo; cláusula 7.1. (u) da Movida); (xvi) “cumprir com os deveres e obrigações previstos no artigo (17 da Instrução CVM n.º 476/Instrução CVM n.º 400 [as obrigações específicas relacionadas às Instruções CVM 476 e 400 devem ser reproduzidas na Escritura]);” (cláusula 8.1 (xvii) da Rumo; cláusula 7.1. (h) da Movida); (xvii) “comparecer às Assembleias Gerais de Debenturistas, sempre que solicitada” (cláusula 8.1 (xiv) da Rumo; cláusula 7.1. (g) da Movida); (xviii) “informar ao Agente Fiduciário, em 1 (um) Dia Útil após seu conhecimento, qualquer fato que ocasione ou possa ocasionar um Evento de Vencimento Antecipado” (cláusula 8.1 (iii) da Rumo; cláusula 7.1. (d) (vii) da Movida); (xix) “consolidar a Escritura sempre que for celebrado um aditamento, bem como enviar cópia da Escritura ou, no caso de aditamento, de sua consolidação, para a Anbima, em até [●] dias contados de sua assinatura” (cláusula 8.1 (i)(f) da Rumo; cláusula 7.1. (d)(ix) da Movida). Em mais uma oportunidade, nota-se que todas as obrigações que constam do modelo da Anbima foram assumidas pelas companhias emissoras. Ressaltamos que, além dessas, outras obrigações foram contraídas, porém, de modo geral, as obrigações de Rumo e Movida guardam forte relação entre uma e outra.

da escritura de emissão de debêntures restringe-se aos órgãos administrativos da sociedade e aos coordenadores da emissão, tal como apresentado pela doutrina.

As exceções são as questões definidas no procedimento de *bookbuilding*<sup>211</sup> levado a efeito antes da subscrição dos títulos pelos interessados. No caso da Rumo, nos termos da cláusula 3.8, os pontos definidos nesse procedimento foram “(i) a taxa final dos Juros Remuneratórios, nos termos da Cláusula 5.6.2 abaixo; (ii) a alocação das Debêntures entre os Investidores da Oferta; e (iii) a colocação, ou não, das Debêntures Adicionais”. No procedimento de *bookbuilding* referente à emissão da Movidá, foram definidas (i) a existência da segunda série; (ii) a quantidade de debêntures a ser alocada na segunda e terceira série; e (iii) a remuneração das debêntures da segunda e terceira série, de acordo com a cláusula 2.5.2 da sua escritura de emissão. Trata-se de discussões a respeito da remuneração dos títulos e do tamanho da oferta a ser realizada. Quanto ao restante das disposições que constam das referidas escrituras, os debenturistas simplesmente aderiram no momento que subscreveram os títulos.

#### 4.4.2 *Escrituras de emissão de debêntures celebradas com a finalidade de angariar recursos de um único fundo de investimento em participações*

O acesso às escrituras de emissão celebradas para reger um negócio particular é mais árduo em comparação àquelas realizadas para disciplinar uma emissão pública. Esse acesso somente é possível em virtude de norma legal que prevê a necessidade de registro da escritura de emissão na Junta Comercial (art. 62, I, da Lei das S.A.). Nesse sentido, no *website* da Junta Comercial do Estado de São Paulo, é possível acessar a cópia eletrônica das escrituras de emissão registradas<sup>212</sup>. Dentre as inúmeras empresas que registram sua

<sup>211</sup> Nos termos do art. 59 da Lei da S.A., as condições de remuneração das debêntures devem ser fixadas pela assembleia geral, ou pelo conselho de administração, caso haja delegação de competência pela sociedade anônima de capital aberta. Entretanto, relembra-nos TAVARES BORBA que, “nas emissões destinadas ao mercado, essas condições são discutidas e acordadas com as instituições financeiras que intermediarão o lançamento (*underwriting*) dos títulos”. Para esse desiderato, prossegue referido doutrinador: “os coordenadores do lançamento promovem o que, nessa nomenclatura emprestada pela língua inglesa, costuma-se chamar de *bookbuilding*, que não é senão o processo de prospecção dos potenciais interessados nos papéis, de modo a apurar qual seria a taxa aceitável por esses investidores. [...] Trata-se com efeito de um trabalho de pesquisa de campo destinado, em linha de princípio, a apontar a taxa de juros que seria apta a atrair os investidores, e que, ao mesmo tempo, seria conveniente aos interesses da emissora” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 52-53).

<sup>212</sup> Para acessar a lista de companhias que registraram sua escritura de emissão de debêntures na Junta Comercial do Estado de São Paulo é necessário utilizar o modo de “pesquisa avançada” em seu *website*, disponível em: <https://www.jucesponline.sp.gov.br/BuscaAvancada.aspx>. Após, no campo de escolha “Tipo”, indicamos “Debêntures Escritura” e realizamos a busca das escrituras. Acesso em: 10 jul. 2019.



escritura de emissão nessa Junta Comercial no ano de 2019, escolhemos aleatoriamente aquelas celebradas pela F(X) Acesso Serviços Financeiros e Informações S.A. (“F(X)”), no dia 18 de janeiro de 2019, e pela Redspark Technology S.A. (“Redspark”), no dia 27 de fevereiro de 2019.

A motivação econômica para a celebração dessas escrituras é a mesma: captação de recursos para fomentar os respectivos negócios (cláusula 3.5 da escritura de emissão da F(X) e cláusula 4.12 da escritura de emissão da Redspark). Para tanto, a F(X) emitiu apenas *vinte* debêntures conversíveis pelo valor nominal de R\$ 100.000,00, alcançando o montante total de R\$ 2.000.000,00. Por sua vez, a Redspark captou o total de R\$ 8.000.000,00, por meio da emissão de tão somente *três* debêntures conversíveis em três séries: a primeira com valor de R\$ 4.000.000,00 e a segunda e terceira de R\$ 2.000.000,00 cada uma.

As debêntures emitidas pela F(X) vencem em dois anos (cláusula 3.8), enquanto aquelas emitidas pela Redspark vencem em três anos (cláusula 4.5), observadas as regras de conversão dos títulos. Os juros remuneratórios estabelecidos na escritura de emissão da F(X) são da ordem de 1% ao ano, e a amortização e o pagamento dos juros remuneratórios deverão ser realizados, na hipótese de não conversão das debêntures, na mesma data, dentro de trinta dias após o vencimento (cláusulas 3.11 e 3.13). A Redspark, por sua vez, comprometeu-se a pagar juros remuneratórios a uma taxa de 8% ao ano e a amortizar a dívida, caso não haja a conversão, em duas parcelas: a primeira na data de vencimento das debêntures e a segunda seis meses adiante (cláusulas 4.9 e 4.13). Nota-se que ambas as emissoras somente estarão obrigadas a quitar o saldo devedor na hipótese de não conversão dos títulos emitidos. Nesse caso, aliás, as companhias deverão realizar o pagamento após ou na data de vencimento dos títulos.

Em cada emissão um único debenturista subscreveu a totalidade dos títulos emitidos. Os debenturistas nesses dois casos concretos são fundos de investimento de participação<sup>213</sup>. As debêntures emitidas por ambas as companhias poderão ser convertidas pelos fundos em ações preferenciais a qualquer momento dentro de um período determinado na respectiva escritura de emissão (cláusula 3.10.4 da escritura de emissão da F(X) e cláusula 5.2 da escritura de emissão da Redspark).

---

<sup>213</sup> Nos termos do art. 2.º da Instrução CVM n.º 391, de 16 de julho de 2003, “[o] Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”.

Para proteger a futura participação no capital social das companhias oriunda do possível exercício de conversão das debêntures, em ambas as escrituras estão previstas medidas antidiluição (cláusula 3.10.2.1 da escritura de emissão da F(X)<sup>214</sup> e cláusula 5.3.1 da escritura de emissão da Redspark<sup>215</sup>). Interessante notar que companhia, seus acionistas e debenturista já firmaram o respectivo consentimento sobre a minuta do acordo de acionistas que regerão a relação das partes após a conversão (cláusula 3.10.8 da escritura de emissão da F(X)<sup>216</sup> e cláusula 5.6. (a) da escritura de emissão da Redspark<sup>217</sup>).

Por fim, importante evidenciar que as escrituras de emissão permitem que cada debenturista exerça relevante influência na administração da emissora, antes mesmo da conversão da dívida em capital social, ao estabelecerem determinadas matérias que precisam da autorização prévia para que sejam implementadas pela companhia (cláusula 6.5 da escritura de emissão da F(X)<sup>218</sup> e cláusula 9.1 da escritura de emissão da

<sup>214</sup> “3.10.2.1. Sempre observado o disposto na cláusula 6.6. abaixo, na hipótese de ocorrer, antes da data da Conversão, qualquer aumento do capital social da Emissora, ou emissão de valores mobiliários conversíveis em ações da Emissora, que considere como *pre-money valuation* da Emissora valor inferior a R\$ 18.000.000,00 (dezoito milhões de reais) (*Investimento Downround*), ao Debenturista competirá o direito de ter a quantidade de Ações da Conversão prevista na Cláusula 3.10.2 ajustada com base no método *broad based weighted average*, de acordo com a fórmula objeto do Anexo 3.10.2.1.”

<sup>215</sup> “5.3.1. Caso ocorra qualquer aumento de capital na Companhia, antes da data da Conversão, por uma avaliação da Companhia menor do que a realizada pelo Fundo para fins do cálculo de conversão da Debênture (*Downround*), o Fundo terá o direito de realizar a Conversão das três *séries de Debêntures* ora emitidas pelo preço por ação considerado no aporte de *Downround*.”

<sup>216</sup> “3.10.8. As Partes e os Acionistas Originais acordam, nesta data, que foi celebrado o acordo de acionistas sob condição suspensiva (*Acordo de Acionistas*), entre o Debenturista, os Acionistas Originais e a Ebricks, com a interveniência anuência da Emissora, devendo ser respeitados todos os direitos e obrigações nele previstos tão logo esteja em pleno efeito. Para fins de clareza, as Partes e os Acionistas Originais concordam que as Ações de Conversão que venham a ser emitidas estarão integralmente sujeitas às disposições do Acordo de Acionistas.”

<sup>217</sup> “5.6. O exercício do direito de Conversão e consequente subscrição e integralização das Ações Preferenciais produzirá os seguintes efeitos: (a) O debenturista, a Companhia e seus acionistas celebrarão Acordo de Acionistas nos termos previstos no Contrato de Investimento.”

<sup>218</sup> “6.5. As seguintes matérias relativas à Emissora dependerão necessariamente de aprovação prévia do Debenturista, em sede de Assembleia de Debenturistas ou mediante manifestação por escrito do Debenturista, conforme previsto na Cláusula 6.2.1 (*Matérias Qualificadas*): (i) comprar, adquirir ou alienar qualquer bem imóvel; (ii) realização pela Emissora ou subsidiárias de aquisição, venda, cessão ou transferência de participação societária em qualquer sociedade ou pessoa jurídica ou de estabelecimento, ou a realização de investimentos ou desinvestimentos em sociedades, fundos de investimento em participações, consórcios ou *joint ventures*, incluindo a constituição de subsidiárias integrais, ou ainda a celebração, rescisão, distrato, resilição ou renovação de quaisquer parcerias, acordos, acordos de acionistas ou alianças similares com terceiros; (iii) contratar, demitir, eleger ou destituir qualquer diretor, administrador ou pessoa física que tenha amplo conhecimento técnico e experiência em sua área de atuação e possa agregar valor ao negócio desenvolvido pela Emissora, que desempenhe função executiva na Emissora (*Executivo Estratégico*); (iv) estabelecer ou alterar qualquer pagamento de bônus para qualquer colaborador, prestador de serviço, executivo, conselheiro, diretor ou acionista da Emissora, desde que não esteja previsto no orçamento anual e que a remuneração esteja de acordo com os parâmetros de

mercado e com o que sociedades no mesmo ramo de atuação; (v) realizar dissolução ou liquidação da Emissora, incluindo a nomeação ou remoção de liquidantes e a aprovação das contas dos liquidantes; (vi) vender, transferir, onerar ou realizar qualquer transação envolvendo Propriedade Intelectual ou *know-how* da Emissora; (vii) outorgar qualquer empréstimo para qualquer pessoa, ainda que seja, direta ou indiretamente, controlada, controladora ou que esteja sob controle comum ('Afilhada'), desde que não esteja previsto no orçamento anual; (viii) incorrer em qualquer endividamento em valor superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), em uma única ou série de transações durante um período de 12 (doze) meses, e que não esteja previsto no orçamento anual ou a contratação de operações de mercado futuro, derivativos ou operações de *hedge* financeiro, independentemente do valor envolvido; (ix) vender, alugar ou dispor de quaisquer ativos da Emissora com valor superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), em uma única ou série de transações durante um período de 12 (doze) meses, desde que não esteja previsto no orçamento anual; (x) entrar em qualquer contrato comercial que envolva obrigações pecuniárias para Emissora em valor superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), em uma única ou série de transações, relacionadas ou não relacionadas entre si, durante um período de 12 (doze) meses, desde que não esteja previsto no orçamento anual; (xi) iniciar ou fazer acordo em qualquer processo judicial, arbitral ou outros procedimentos legais envolvendo valores superiores a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais); (xii) aprovar a nomeação de auditores independentes externos, conduzir auditorias anuais e aprovar as demonstrações financeiras; (xiii) aprovar o plano de negócios, o orçamento trimestral e anual e a política de dividendos; (xiv) pagar a seus administradores ou para qualquer Parte Relacionada; a alocação de quotas ou ações em planos de incentivo para colaboradores ou prestadores de serviço da Emissora em valor superior a 1% (um por cento) do capital social da Emissora, exceto no que se refere a contratos de outorga futura de opções já firmados; (xv) acordar, alterar rescindir qualquer contrato, acordo ou transação com qualquer Afilhada, Executivo Estratégico, ou Parte Relacionada da Emissora ou dos Acionistas Originais [...]; (xvi) criação de quaisquer valores mobiliários que possuam direitos, preferências, privilégios e valores iguais ou superiores aos das Ações Preferenciais Classe A, conforme listados no Anexo 6.5(xvi); (xvii) qualquer alteração nos direitos, preferências e privilégios das Ações Preferenciais Classe A, conforme listados no Anexo 6.5 (xvi); (xviii) qualquer alteração do estatuto da Companhia; (xix) a consumação de qualquer Evento de Liquidez; (xx) quaisquer alterações no número de membros do Conselho de Administração da Companhia; (xxi) qualquer alteração no capital social da Emissora que resulte em (a) redução do capital social da Emissora (exceto para absorção de prejuízo), ou em (b) aumento do capital social da Emissora que não seja decorrente de qualquer dos eventos referidos na Cláusula 6.6 abaixo, ou (c) emissão ou oferta privada ou pública, primária ou secundária, de ações ou de valores mobiliários conversíveis ou não em ações da Emissora, desde que, nas hipóteses previstas nos itens (b) ao (c), ao Debenturista não tenha sido previamente assegurado o direito de preferência de que trata a Cláusula 6.5.1 e 6.5.3 abaixo e/ou o direito de alterar a porcentagem de conversão previsto na Cláusula 3.10.2.1 acima, conforme aplicável; (xxii) distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio pela Emissora acima do dividendo mínimo obrigatório, e outras formas de distribuição de resultados e/ou devoluções de capital (tais como resgate ou redução de capital com pagamento em dinheiro ou ativos/bens), bem como redução do dividendo obrigatório; (xxiii) qualquer desdobramento, grupamento, cancelamento, compra de ações para manutenção em tesouraria ou resgate de ações de emissão da Emissora, exceto no caso de recompra ou resgate de ações de pessoas que deixem de trabalhar com a Companhia ou para o exercício pela Companhia de direito de preferência contratual sobre tais ações; (xxiv) fusão, incorporação (incluindo incorporação de sociedades ou de parcelas cindidas do capital de outras sociedades), incorporação de ações, exceto se (a) não resultar em qualquer alteração no objeto social da Emissora, (b) não resultar em criação ou início de atuação em ramo de negócio ou atividade distinta daqueles conduzidos pela Emissora dentro do seu Negócio, e (c) não resultar em avaliação da Emissora em termos inferiores ao que configuraria um Investimento *DownRound*, bem como qualquer cisão, transformação, reorganização ou consolidação de negócios envolvendo a Emissora; (xxv) início de atuação em ramo de negócio ou atividade distinto daqueles conduzidos pela Emissora dentro do seu negócio, ou encerramento ou alteração de negócio ou atividade desenvolvida ou explorada dentro do curso normal dos negócios da Emissora; (xxvi) qualquer ato que resulte (1) na criação ou constituição de ônus, gravame ou outro tipo de obrigação nos ativos da Emissora, (1.1) em valor superior a R\$200.000,00, em qualquer período de 12 meses, seja em operação isolada ou conjunto de operações correlatas, ou (1.2) fora do curso normal de negócios da Emissora, ou (2) na renúncia de direitos pela Emissora, independentemente do valor envolvido; e (xxvii) a aprovação

Redspark<sup>219</sup>). Dentre essas matérias ressaltamos: (i) alienar ativos móveis e imóveis; (ii) contratar ou demitir executivos estratégicos; (iii) contrair dívida; (iv) celebrar contrato comercial; (v) aprovar orçamento; (vi) aprovar o plano de negócios; e (vii) alterar o estatuto social.

Apresentados os principais dispositivos desses casos concretos, vislumbram-se nítidas diferenças entre estes e aqueles que constam das escrituras de emissão de Rumo e

---

de qualquer dos atos descritos nesta Cláusula por uma sociedade controlada pela Emissora ou por uma sociedade na qual a Emissora detenha participação, assim como a definição do voto a ser proferido pela Emissora em qualquer assembleia de acionistas ou reunião de sócios ou órgão de administração de tais sociedades, com relação às matérias indicadas nesta Cláusula.”

<sup>219</sup> “9.1. As seguintes matérias quando deliberadas no âmbito da Companhia ou qualquer de suas controladas ou subsidiárias dependerão de prévia e expressa aprovação do Fundo enquanto titular das Debêntures, sob pena de Vencimento Antecipado das Debêntures, sem prejuízo de outras previsões presentes no Contrato de Investimento: (a) Contratação de financiamentos e empréstimos em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), por transação; (b) Investimentos em ativo imobilizado superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), por transação; (c) Contratação de executivos ou empregados com remuneração individual bruta fixa mensal superior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) desde que não previstas no orçamento anual ou no plano de negócios da Companhia aprovado pelo Fundo, ou qualquer alteração em suas remunerações que represente uma variação igual ou superior a 10,0% (dez por cento) sobre a remuneração vigente; (d) Investimentos em pesquisa e desenvolvimento (‘P&D’) acima de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) com recursos próprios, dentro do mesmo exercício fiscal; (e) Alteração da remuneração e benefícios dos diretores e integrantes do conselho de administração; (f) Assinaturas de contratos de fornecimento de serviços e/ou produtos em montante superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), em operações da mesma natureza, para faturamento em um período de 12 (doze) meses; (g) Alteração do contrato/estatuto social de eventuais controladas, filiais e coligadas, se aplicável, exceto as alterações que decorram de obrigação legal; (h) Aprovação da avaliação de bens com que o acionista utilizar para a formação do capital social; (i) Transformação, fusão, cisão, consolidação, incorporação, venda total ou parcela de ativos ou qualquer outra reorganização da Companhia; Emissão de novas ações, debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição ou quaisquer outros valores mobiliários que possam ser convertidos, permutados ou transformados em ações da Companhia, ou resultem na emissão de ações em benefício de seu titular, exceto no caso da realização de um Investimento Qualificado nos termos da cláusula 5.5(a); (k) Qualquer transação ou contratação entre a Companhia e qualquer de seus acionistas, conselheiros, diretores, partes relacionadas e/ou parentes ou afiliadas de acionistas, conselheiros, diretores e/ou partes relacionadas, particularmente transações que possam criar conflitos de interesse, afetar a governança da Companhia de forma negativa ou envolver transferências de ações da tesouraria da Companhia para não administradores ou não empregados da Companhia; (l) Criação, alienação ou aquisição de novas sociedades, ou qualquer participação societária em outras sociedades, pela Companhia, inclusive as constituídas sob o tipo de Companhias de Propósito Específico – SPE, bem como constituição de consórcios, *joint ventures* ou quaisquer formas associativas; (m) Prestação, pela Companhia, de fiança, aval ou outras garantias pessoais ou reais a terceiros; (n) Negociação com ações de emissão da Companhia para efeito de cancelamento ou de permanência em tesouraria e sua respectiva alienação; (o) Celebração, alteração, suspensão, rescisão, rescisão ou qualquer forma de distrato do acordo de acionistas, de investimentos ou qualquer espécie de negócio fiduciário de que seja parte a Companhia ou renúncia a direitos dele decorrentes; (p) Renúncia de direitos da Companhia; (q) Distribuição de dividendos em desacordo com o previsto no Acordo de Investimento; (r) Quaisquer despesas não previstas no orçamento anual que superem em 10% (dez por cento) o valor total do orçamento anual; (s) Transferência ou licenciamento definitivo de direitos de propriedade intelectual da Companhia; (t) Contratação ou dispensa de auditores independentes e empresa de contabilidade.”

Movida, a despeito de a emissão de debêntures em cada caso se prestar a cumprir a mesma finalidade econômica – a de captação de recursos à emissora.

Entendemos que a razão disso, em primeiro lugar, é que Rumo e Movida ofertaram seus títulos para diversos investidores de maneira despersonalizada no mercado de capitais, enquanto F(X) e Redspark buscaram recursos perante um único fundo de investimento em uma operação privada de emissão de debêntures. Por se tratar de negócio massificado, Rumo e Movida conceberam o conteúdo de suas respectivas escrituras de emissão com termos e condições padronizados e conhecidos pelo mercado com intuito de atrair inúmeros investidores à oferta. Por outro lado, as escrituras de emissão celebradas por F(X) e Redspark apresentaram cláusulas mais específicas, elaboradas detalhadamente para reger debêntures adquiridas por um único agente.

Ademais, se, por um lado, os investidores no mercado de capitais subscreveram os títulos tão somente para fruírem dos juros remuneratórios, de outro, os fundos pretendiam, essencialmente, rentabilizar o capital empregado mediante estreitamento da relação com a administração da emissora e posterior conversão da dívida em participação no capital social<sup>220</sup>. Nesse sentido, essas debêntures garantem privilégios ao seu detentor que superam aqueles previstos às debêntures emitidas por Rumo e Movida, por exemplo, a necessidade de autorização prévia pelo debenturista para os administradores da emissora praticar relevantes atos de gestão. Portanto, essas debêntures garantem aos fundos um mecanismo não só de

<sup>220</sup> As políticas de investimentos de cada fundo que subscreveu a totalidade das debêntures emitidas por F(X) e Redspark, conforme estabelecido nos respectivos regulamentos registrados na CVM, determinam a participação no processo decisório das companhias investidas. Segundo o item 4.2 do regulamento do Fundo de Investimento em Participações *Development Fund Warehouse* – Multiestratégia Investimento no Exterior, que subscreveu a totalidade das debêntures emitidas por F(X): “[o]s investimentos do Fundo nos Valores Mobiliários deverão propiciar a participação do Fundo no processo decisório das Companhias Investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, podendo-se verificar: (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas; ou, ainda, (iii) pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao Fundo efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da Companhia Investida, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração e/ou diretoria”. Disponível em: [https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg). Acesso em: 15 nov. 2019. O regulamento do Fundo de Investimento em Participações Aeroespacial Multiestratégia, que subscreveu as debêntures emitidas por Redspark, determina que: “Artigo 5. O Fundo tem como política de investimentos a aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de Companhias Alvo, no segmento aeronáutico, espacial, defesa, segurança e integração de sistemas, participando do processo decisório das referidas companhias, com efetiva influência na definição de suas políticas estratégicas e nas suas gestões, salvo nas hipóteses previstas no Parágrafo Primeiro deste Artigo (‘Companhia Alvo’). A carteira do Fundo será composta por, no mínimo, 90% (noventa por cento) nos ativos descritos nesse Artigo”. Disponível em: [https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg). Acesso em: 15 nov. 2019.

remuneração, como também político, que permite o constante monitoramento das atividades da emissora e um padrão de controle sobre sua gestão e seus negócios<sup>221</sup>.

Considerando que os particulares interesses dos fundos foram atendidos, denota-se que o conteúdo da respectiva escritura de emissão passou pelo seu crivo. Aliás, não somente a escritura, como também toda uma relação de documentos foi elaborada em conjunto pelos agentes. Apresentamos que as bases do próprio acordo de acionistas, que passará a reger a relação dos acionistas da companhia emissora com o debenturista, tão logo converta suas debêntures em ações preferenciais, estavam definidas no momento da emissão das debêntures. Sem prejuízo, o elo entre fundo e emissora tem como regramento complementar um contrato de investimento<sup>222</sup>. Uma série de instrumentos, portanto, incluindo a escritura de emissão, foi discutida e alinhada entre as partes, levando-nos à conclusão de que o conteúdo

<sup>221</sup> WILLIAM JOJI NAKASONE revela-nos os reflexos que a relação entre fundos de participação e as empresas investidas causam aos contratos celebrados entre esses agentes. Com apoio na literatura estrangeira, o autor destaca que: “[t]endo em vista que a relação entre o fundo de venture capital e as empresas do portfólio é rodeada de incertezas, os contratos a serem firmados nessa relação não são capazes de disciplinar as possíveis soluções para fins de mitigação de todo o universo de possibilidades de atos oportunistas pela parte que possui maiores ou melhores informações ou poderes de decisão. Neste sentido, a construção de uma estrutura de governança que permita o constante monitoramento das atividades do empreendedor e um padrão de controle sobre o empreendimento *é relevante para que os venture capitalists* possam reduzir as possibilidades de desvios de condutas do pelo primeiro” (*O financiamento de inovações por meio do venture capital: adequação dos instrumentos jurídicos brasileiros*. 2013. 133 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 66). Como contrapartida dessa influência na companhia, esses fundos buscam empregar novas práticas de gestão visando rentabilidade aos seus negócios. Para BERNARDO VIANNA FREITAS: “[d]o lado das empresas e empreendedores, a entrada de um investidor de [*private equity*] ou [*venture capital*] como sócio permite que haja um crescimento e ganho de eficiência no desenvolvimento das atividades econômicas exercidas. Isso porque esse tipo de investidor, além de trazer o investimento que ajudará na expansão da operação e saúde financeira da empresa, geralmente também traz profissionais experientes, cultura e práticas empresariais, modelos de governança e formas de gestão que buscam extrair o máximo de eficiência das atividades empresariais. O foco é crescer com o investimento realizado, mas também aumentar a lucratividade e rentabilidade do negócio” (Fundos de investimento em participações (FIP) e Fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE). In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimentos: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 161).

<sup>222</sup> A cláusula 4.4. da escritura de emissão celebrada pela Redspark preceitua que “[a] subscrição e integralização das Debêntures estarão sujeitas ao prévio cumprimento, pela Companhia, das condições estabelecidas entre a Companhia, seus acionistas e o Fundo em Contrato de Investimento celebrado em 16 de janeiro de 2019 (‘Contrato de Investimento’). No caso da escritura de emissão celebrada pela F(X), o considerando (iii) estabelece que “[a] Emissora tem interesse em captar recursos para fomentar os seus Negócios, sendo que o Debenturista tem interesse em aportar tais recursos na Emissora, por meio da subscrição das debêntures conversíveis em ações preferenciais da classe A, da espécie quirografária, em série única, para colocação privada, da Emissora (‘Debêntures’), observados os termos e condições desta Escritura e de acordo de investimentos e outras avenças, celebrado nesta data entre a Emissora, os Acionistas Originais e o Debenturista (‘Acordo de Investimento’), no qual regularam determinados termos e condições aplicáveis ao aporte realizado pelo Debenturista, nesta data, bem como outras obrigações relativas à Emissora”.

de cada escritura não pode ser encarado como unilateralmente elaborado pela companhia, e os debenturistas não devem ser classificados como meros aderentes a suas disposições<sup>223</sup>.

#### **4.5 Considerações conclusivas: a escritura de emissão e a forma de colocação das debêntures**

Verificamos um consenso na doutrina clássica e contemporânea a respeito da natureza jurídica da escritura de emissão. No entanto, existe uma peculiaridade: ainda que se torne válida e existente no mundo jurídico a partir de um ato realizado tão somente pela companhia, em um segundo momento, quando os debenturistas subscrevem as debêntures emitidas, suas cláusulas passam a reger uma relação bilateral entre credor e devedor. Para alguns, trata-se essa relação de um contrato de adesão.

Isso porque, ao abordarem o encontro de vontades entre companhia e debenturistas, esses doutrinadores somente analisam-no sob o prisma da emissão pública, quando os debenturistas, muitas das vezes, simplesmente aderem ao que fora ofertado pela companhia, caso subscrevam as debêntures emitidas. Com efeito, não existe forma mais economicamente viável do que essa para que seja possível a oferta de milhares de debêntures a um número indeterminado de investidores. A companhia busca conceber uma escritura de emissão que discipline os títulos de maneira atrativa ao mercado e os oferta.

Entretanto, debêntures não são emitidas exclusivamente de maneira despersonalizada no mercado de capitais. Em operações privadas, existe um ambiente para que o conteúdo seja negociado previamente à celebração da escritura pela companhia, que passa a ser um mero cumprimento de requisito legal. O número de debenturistas é menor, os custos de transação para barganhar o conteúdo são mais baixos e os interesses são mais concentrados. Nesse sentido, analisamos escrituras de emissão que evidenciam que seus termos e condições foram ajustados entre as partes, não devendo o aplicador do Direito entender o debenturista como um aderente ou o conteúdo da escritura como unilateralmente concebido por uma única parte.

---

<sup>223</sup> Vimos no item 4.2 que basta a emissora firmar a escritura de emissão para que esse documento e os respectivos títulos tornem-se válidos e existentes. Nesse sentido, curioso notar que a escritura de emissão celebrada pela F(X) não é firmada apenas por si. Como ocorre nos contratos bilaterais, tanto a companhia emissora como o debenturista assinaram a escritura de emissão, o que realça ainda mais a bilateralidade das condições acordadas.

Ressaltamos, novamente, que não é uma regra que todo negócio privado seja precedido de negociações entre as partes e que todo negócio público não o seja. Nosso objetivo é demonstrar que, a partir da análise da intenção comum das partes e de como o negócio foi entabulado, pode-se entender a forma como a escritura de emissão foi negociada, estruturada e instrumentalizada.

Ademais, não pretendemos confrontar a posição da doutrina a respeito da natureza jurídica da escritura de emissão, a qual se mantém convergente há anos, pois, ainda que seja fruto de uma negociação bilateral, a escritura de emissão de debêntures permanece sendo celebrada exclusivamente pela sociedade emissora, após a autorização pela assembleia geral ou conselho de administração, nos termos da lei. Apresentamos que essa é a circunstância que faz a doutrina categorizar a escritura como uma declaração unilateral, e ela se mantém ainda que haja um processo de barganha prévio.

No entanto, entender as razões pelas quais a escritura de emissão foi celebrada auxiliará o aplicador do Direito a respeitar a racionalidade econômica de cada emissão, seja ela pública ou particular, promovendo a segurança e a previsibilidade necessárias para seu bom funcionamento.



## **CAPÍTULO 5**

### **ELEMENTOS PARA INTERPRETAÇÃO DE ESCRITURA DE EMISSÃO DE DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO**

A atual legislação que cuida de reger a emissão de debêntures permite que seja realizada tanto no âmbito público do mercado de capitais como no campo privado das partes envolvidas. Entre um e outro ambiente, podem surgir debêntures com distintas qualidades, não havendo a possibilidade de emoldurar sua classificação em um quadro único e constante. Nesse sentido, diferentes escrituras de emissão podem ser celebradas: em um caso, uma escritura padronizada e unilateralmente preparada para que seja possível uma oferta despersonalizada de milhares de títulos no mercado de capitais e, em outro, uma mais elaborada, com disposições pensadas e escritas de maneira mais individualizada, dada a proximidade entre emissora e debenturista(s).

Observadas essas breves considerações, este capítulo buscará traçar orientações para a interpretação de escrituras de emissão. Nossa intenção não é esgotar todas as diretrizes que podem influenciar a condução dessa atividade. Aqui, pretende-se, em um primeiro momento, demonstrar os limites impostos aos agentes econômicos pela Lei das S.A. à emissão de debêntures, para, então, avançarmos para o estudo das diretrizes gerais e específicas de interpretação de escrituras de emissão de debêntures.

Especificamente, apresentaremos as diretrizes gerais de interpretação – *i.e.*, entre uma abordagem mais ou menos restrita ao texto da escritura de emissão –, considerando os meios em que as escrituras de emissão podem ser celebradas. Em seguida e, por fim, como diretrizes específicas de interpretação, estudaremos o real alcance das normas determinadas pelos arts. 112, 113, 422, 423 e 157 do referido diploma legal, tendo como plano de aplicação a noção comercial da escritura de emissão e seu contexto de celebração. A exposição dessas condicionantes gerais e específicas à interpretação de uma escritura de emissão de debêntures é o objetivo central deste trabalho.

#### **5.1 A limitação ao pleno exercício da autonomia privada imposto pela Lei das S.A.**

É condição necessária às atividades empresariais que as sociedades tenham à sua disposição recursos financeiros suficientes para cumprirem com seu objeto social. Dentre as alternativas para captação desses recursos encontram-se basicamente as seguintes

possibilidades: utilização de recursos gerados pela própria atividade da sociedade (internos) ou a captação externa, por meio dos instrumentos de financiamento corporativo (externos)<sup>224</sup>.

Na hipótese de a sociedade recorrer ao financiamento externo, haverá duas possibilidades: a capitalização com o ingresso de novos recursos oriundos dos novos sócios; ou a captação por meio do endividamento<sup>225</sup>. O financiamento por endividamento, por seu turno, admite duas possibilidades, que são a contratação de um empréstimo com determinada instituição financeira no âmbito do mercado de crédito ou o lançamento de um título mobiliário representativo de dívida no mercado de capitais<sup>226</sup>. Cuida a Lei da S.A., nesse sentido, de prever algum desses títulos mobiliários de dívida à disposição das companhias, dentre os quais a debênture<sup>227</sup>.

Prevista para exercer as funcionalidades de um título de massa<sup>228</sup>, estabelece o diploma societário as regras a respeito, especialmente dos requisitos para a criação, das espécies, da circulação e propriedade e da extinção da debênture, de maneira a garantir segurança jurídica à relação creditícia entre sociedade e debenturistas até seu exaurimento. Conforme entendimento da CVM, a debênture, por apresentar uma modalidade de obrigação específica, “[t]em um regime próprio de criação, sujeita a regras de ordem pública”<sup>229</sup>.

<sup>224</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*. 2009. 326 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 20. É preciso reconhecer que a captação de recursos também pode ocorrer por meio da venda de ativos. Esse tipo de captação pode se dar na hipótese de o financiamento por capitalização tampouco por endividamento ser viável. Nos casos de *stress* financeiro, por exemplo, dada a situação financeira delicada e os riscos atrelados àquele que pretende aportar recursos, sejam sócios ou terceiros, a sociedade terá como única e exclusiva saída a venda de ativos, sendo mais comum a venda de ativos tangíveis ou intangíveis pouco rentáveis ou não integrados ao *core business* da sociedade (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 15, nota de rodapé 2).

<sup>225</sup> SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento*, 2009, p. 20.

<sup>226</sup> Para um melhor detalhamento entre mercado de crédito ou mercado bancário e mercado de capitais e as respectivas ramificações cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2009, p. 125-128.

<sup>227</sup> Além das debêntures, a Lei das S.A. disciplina as partes beneficiárias, enquanto a Lei n.º 6.385/1976 prevê a possibilidade de emissão de notas comerciais, no seu art. 2.º, VI. Para uma detalhada comparação entre as debêntures e esses valores mobiliários, cf. AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, 2016, p. 73-78. Especificamente sobre o conceito e aplicações das notas comerciais, cf. AKIRA, Chinen. *Commercial paper: novo título de valor mobiliário no processo de globalização da econômica*. São Paulo: Atlas, 1996. p. 32.

<sup>228</sup> MATTOS FILHO destaca que, “desde seu nascimento no ordenamento jurídico nacional, foi esse valor mobiliário pensado para ser emitido como título de massa, e, como tal, ofertado ao público e sendo negociado na bolsa de valores” (*Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 30).

<sup>229</sup> Parecer CVM/SJU n.º 037, de 13 de maio de 1983.

A despeito da dificuldade de apontar nomeadamente quais seriam as normas societárias inderrogáveis no âmbito da escritura de emissão<sup>230</sup>, é certo que a criatividade dos agentes econômicos enfrenta restrições legais no momento de sua elaboração. Em parecer que discuti a validade de cláusula de conversão de debênture em ações de outra sociedade que não a emissora, LEÃES foi enfático ao reconhecer sua nulidade por desrespeitar os limites impostos pela Lei das S.A. Segundo renomado comercialista,

[...] em nosso Direito, prevalece a regra da tipicidade legal para as obrigações cartulares, sendo em *numerus clausus* os títulos de crédito, não se dando à autonomia de vontade nenhuma liberdade senão a fiel obediência às exigências formais do título criado pela legislação própria.

Finaliza, destacando que a debênture é um título que “não produz efeito se emitido sem os requisitos de lei”<sup>231</sup>.

O estatuto societário não se limita a prever regras para uma segura circulação das debêntures. Disciplina, igualmente, normas que visam a proteção ao crédito<sup>232</sup>. Diante do conflito de interesses inerente à relação entre debenturistas e acionistas da companhia emissora, as normas societárias, ao prever regras de proteção ao crédito dos debenturistas, reduzem os custos de agência oriundos desse conflito<sup>233</sup>. “By serving to reduce agency costs, these measures help lower the cost of raising debt finance, and of using the corporate form as a vehicle for contracting.”<sup>234</sup>

<sup>230</sup> MARIANA CONTI CRAVEIRO, em sua tese de doutorado, enfrentou a mesma dificuldade. Ao estabelecer quais seriam os limites impostos pela Lei das S.A. aos contratos parassociais patrimoniais, concluiu que: “[a] dificuldade inicial aparece ao se vincular a validade dos pactos parassociais ao respeito a regras imperativas do Direito Societário, já que não há critérios ou indícios claros, nos diversos ordenamentos, de quais seriam elas, apartando-as das regras dispositivas que podem ser alteradas ou desconsideradas pelas partes” (*Contrato entre sócios: interpretação e direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 197).

<sup>231</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*, 2004, p. 1.091.

<sup>232</sup> Imprescindível destacar, nesse contexto, que a tutela do crédito é um dos vértices do sistema de direito comercial: “[u]m sistema jurídico que não tutela o crédito acaba por desestimular o fluxo de relações econômicas e comprometer o seu próprio funcionamento” (FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XLII, Nova Série, n. 130, p. 11, abr./jun. 2003).

<sup>233</sup> EVY CYNTHIA MARQUES, em tese de doutorado, aprofundou-se na questão do conflito de interesses inerentes à relação entre acionistas e credores. Nesse sentido, para maiores detalhes a respeito das disposições societárias que buscam proteger os interesses dos credores, cf. MARQUES, Evy Cynthia. *A proteção aos credores na Lei n. 6.404/76: análise específica de alguns mecanismos*. 2016. 279 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

<sup>234</sup> KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul *et al.* *The anatomy of corporate law*, 2017, p. 109.

Nessa lógica, o art. 174, § 3.º, da Lei das S.A. determina que a redução de capital de companhia que porventura tenha emitido debêntures “não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial”. O art. 231, por sua vez, preceitua que “[a] incorporação, fusão ou cisão da companhia emissora de debêntures em circulação dependerá da prévia aprovação dos debenturistas, reunidos em assembleia especialmente convocada com esse fim”. A CVM já manifestou posicionamento de que o teor dos arts. 231 e 233 do diploma societário apresenta natureza imperativa e não pode ser derogado pelas partes envolvidas no negócio, dada sua função de garantia mínima em benefício dos debenturistas<sup>235</sup>.

Com efeito, as disposições da escritura de emissão devem se submeter às normas societárias, com exceção daquelas que autorizam expressamente sua derrogação pelas partes. Dentro dos limites impostos, portanto, estão as partes autorizadas a trabalhar nas condições da escritura de emissão e estruturar a operação conforme suas necessidades econômicas. Na escolha da remuneração do título, por exemplo, os agentes econômicos têm à sua disposição a aplicação de “juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso”, nos termos do art. 56 da Lei das S.A. Qualquer outra estipulação a respeito de remuneração que não seja qualquer uma dessas possibilidades tornaria a respectiva cláusula sujeita à anulação<sup>236</sup>.

Assim, enquanto instituto de Direito Societário, o intérprete de uma escritura de emissão de debêntures deve considerar as diretrizes da Lei das S.A. voltadas à criação e circulação dos títulos, à tutela do relacionamento entre acionistas da companhia emissora

<sup>235</sup> “Notamos, portanto, que o fim da lei é assegurar a preservação da proteção do patrimônio da sociedade, que é justamente a garantia da dívida. Ou seja, trata-se de uma garantia mínima que a lei concede aos debenturistas, justamente para preservar o instituto (debênture), visualizando, à ciência certa, a segurança jurídica. E, por exprimir um princípio cuja manutenção é necessário à ordem social, qual seja à proteção da poupança popular, a mencionada é de ordem pública e, por conseguinte, imperativa e cogente” (Parecer CVM/PJU n.º 016, de 16 de setembro de 2002).

<sup>236</sup> No Parecer CVM n.º 034, de 12 de outubro de 1989, a autarquia manifestou entendimento de que a remuneração por meio de bens não encontra guarida nas normas societárias: “[d]epreende-se da análise sistemática dos dispositivos da lei societária referentes às debêntures que, ressalvada a hipótese de conversão das debêntures em ações, as obrigações da companhia emissora para com os debenturistas resolve-se através de pagamento em dinheiro. É com moeda, e não com bens, que o debenturista subscreve os títulos, e em moeda que se exprime o valor nominal das debêntures, e é com moeda que, segundo os usos comerciais são pagos os juros, as participações nos lucros sociais, os prêmios de reembolso, as amortizações e os resgates de debêntures. A liquidação dessas obrigações em dinheiros constitui costume tradicional no sistema jurídico brasileiros, e, nota-se que o direito consuetudinário tem grande relevância e aplicação no que tange às matérias que se situam no âmbito das relações comerciais (Código Comercial, art. 130)”.

e debenturistas e demais questões correlatas<sup>237</sup>, especial, mas não exclusivamente, para a verificação da validade e dos efeitos do pacto ou de determinada cláusula do documento.

## 5.2 As diretrizes gerais de interpretação de escritura de emissão de debêntures

Além dos limites legais, outra premissa – o cerne deste trabalho – deve estar presente no momento da interpretação. Expusemos no Capítulo 2 que a escritura de emissão nem sempre assumirá a caracterização apresentada historicamente pela doutrina como um documento discutido e elaborado exclusivamente pela companhia emissora, ou, no máximo, com os coordenadores da oferta. Existem casos, tal como aqueles indicados no item 4.4.2, nos quais as condições da escritura de emissão resultarão de negociações bilaterais, muito embora sua celebração ainda dependa de ato exclusivo da emissora – a aprovação pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, nos termos do art. 59 da Lei das S.A., e a assinatura da escritura de emissão em si. Nessas hipóteses, o debenturista deixa de ser mero aderente aos termos da escritura de emissão para se tornar parte que influencia ativamente desde a concepção do negócio até a sua instrumentalização.

Entendemos que a diferença entre esses contextos é marcante para o estudo da interpretação da escritura de emissão<sup>238</sup>, pois, se, de um lado, parece-nos que a interpretação objetiva deverá prevalecer nos casos de escrituras de emissões de caráter público, de outro, vislumbramos margem para que a interpretação subjetiva determine certas diretrizes ao aplicador do Direito, quando escrituras de emissão de caráter privado sejam objetos de sua

<sup>237</sup> Dentre essas, é possível destacar algumas que foram enfrentadas pela doutrina: (i) o direito de retirada no momento da emissão de debêntures conversíveis (cf. em GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima – Assembleia geral extraordinária de debêntures – Emissão – Conversão em ações preferenciais com e sem direito de voto – Direito de recesso dos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXIII, n. 93, p. 114-122, jan./mar. 1994); (ii) a garantia flutuante prevista no art. 58 da Lei das S.A. e seus efeitos sobre a disponibilidade dos bens da companhia emissora (cf. em LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Debêntures. *In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989. p. 82-94); e (iii) a necessidade de convocação de assembleia geral extraordinária para aumento de capital com a finalidade de atender aos interesses dos debenturistas que pretendem converter seus títulos em ações (cf. em TEIXEIRA, Egberto Lacerda. A conversão de debêntures em ações e o aumento do capital social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXIII, n. 54, p. 131-133, 1984; e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A conversão de debêntures em ações e o correspondente aumento do capital social. *In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. I, p. 99-115).

<sup>238</sup> EROS R. GRAU elucida que: “a norma é produzida, pelo intérprete, não apenas a partir de elementos colhidos no texto normativo (mundo do dever-ser), mas também a partir de elementos do caso ao qual será ela aplicada – isto é, a partir de dados da realidade (mundo do ser)” (*Ensaio e discurso sobre a interpretação/aplicação do direito*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2003. p. 87).

investigação<sup>239</sup>. Queremos dizer por subjetiva, em termos práticos, que a interpretação da escritura de emissão deverá ter como preocupação, entre outras questões, a figura dos sujeitos que a celebram – *i.e.*, seus interesses, suas intenções manifestadas e seus comportamentos, dado o cunho particular desse negócio. Por objetiva, a consideração do intérprete deverá centrar-se na finalidade e estrutura do negócio em si, que costumam apresentar um alto nível de padronização, a partir da absorção dos usos e costumes. Ademais, os elos jurídicos instituídos entre debenturistas e companhia emissora deixam de ter a pujança vista nos negócios privados, sendo livremente estabelecidos ou rompidos mediante venda e compra de títulos no mercado de capitais.

Nessa linha, FRANCISCO MARINO leciona que

[...] [n]a interpretação dos negócios jurídicos concluídos em massa, portanto, o intérprete somente pode lançar mão daquelas circunstâncias passíveis de serem levadas em conta pelo indivíduo médio que compõe o público destinatário da declaração negocial, isto é, as circunstâncias relevantes segundo o *id quod plerumque accidit*. Há, pois, uma primazia do sentido literal e, conseqüentemente, uma diminuição considerável do círculo de meios interpretativos. Em outras palavras, e com a terminologia de Carlos Ferreira de Almeida, o grau de contextualização subjetiva dos negócios jurídicos concluídos em massa é baixíssimo<sup>240</sup>.

Como resultado, consideramos que as disposições da escritura de emissão que disciplina emissão *pública* de debêntures devem ser interpretadas e aplicadas de maneira

<sup>239</sup> Essa consideração está alicerçada nas lições de CUSTÓDIO DA PIEDADE UBALDINO MIRANDA, cuja tese de doutorado teve por objeto de estudo a interpretação e integração dos negócios jurídicos. Referido doutrinador assim diferencia a interpretação subjetiva da objetiva, enquanto ramificações da interpretação jurídica: “[a] generalidade dos autores distingue, no âmbito do jurídico, entre interpretação subjetiva, histórico ou filológica e interpretação objetiva ou histórico-evolutiva. A primeira, também chamada interpretação empírica ou reprodutiva, procura interpretar as ideias contidas na linguagem (palavras), utilizada por meio ‘dum processo mental que tende a reproduzir as representações que acompanham a declaração e que esta pretendia exprimir. [...] No método subjetivo não se pode deixar de levar em conta o contexto, a história e a época da declaração. [...] A outra forma da interpretação referida é a que procura averiguar não o conteúdo do pensamento, historicamente real e concreto, mas a significação ou o sentido objetivo daquele conteúdo de pensamento que, em razão da diversidade dos processos de sua determinação, pode divergir do sentido subjetivo. O sentido objetivo não se identifica com a ‘impressão’ concreta que a declaração suscitou em certa pessoa, mas ‘é a resultante dos princípios que regem as impressões, quando aplicados idealmente a nós mesmos; princípios empíricos ou princípios normativos que podem também conter elementos empíricos. É aquela impressão que certa declaração costuma, pode, deve ou tem de produzir’” (*Interpretação e integração dos negócios jurídicos*. São Paulo: RT, 1989. p. 91-92).

<sup>240</sup> MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 367.

mais restrita em comparação com as que regem emissão *privada*, como também entende TAVARES BORBA<sup>241</sup>.

Consoante as lições de EROS GRAU e de PAULA A. FORGIONI, essas escrituras de emissão apresentarão condições determinadas pelo mercado, e não em função do dinamismo do processo negocial<sup>242</sup>. Portanto, interpretar esses documentos de maneira restrita é dar guarida aos usos e costumes do mercado, tão enraizados nessas hipóteses<sup>243</sup>. Ao contrário do que ocorre nas emissões privadas, as partes, nas emissões públicas, “sabem que, estabelecido o vínculo do acordo, suas vontades devem orientar-se segundo condições gerais, mais fortes e mais constantes do que aquelas que derivam dos mutáveis interesses individuais”<sup>244</sup>. Logo, “abrem mão do exercício da autonomia privada, sacrificando-a em prol da segurança, da previsibilidade que decorre da adoção das condições de contratação vigentes no mercado”<sup>245</sup>.

MARTIN RIGER apontou que a tendência da jurisprudência das cortes norte-americanas é a de interpretar restritivamente as condições das escrituras de emissão celebradas no mercado de capitais “for the sake of the ‘market’”<sup>246</sup>. Em *Broad v. Rockwell International Corp.*, a corte esclareceu que:

[...] [a] large degree of uniformity in the language of debenture indentures is essential to the effective functioning of the financial markets: uniformity of the indentures that govern competing debenture issues is what makes it possible meaningfully to compare one debenture issue with another, focusing only on the business provisions of the issue<sup>247</sup>.

<sup>241</sup> De acordo com o doutrinador, o único comercialista a traçar algumas linhas a respeito, a padronização vista nessas escrituras “oferece a desvantagem de limitar a criatividade do mercado, e por isso deve ser interpretada e aplicada restritivamente”. Alerta, ademais, que “[a] padronização não se estende ao contrato como um todo, mas apenas a algumas cláusulas que sejam consideradas relevantes para a preservação dos interesses dos debenturistas ou para a transparência da operação” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*, 2005, p. 102).

<sup>242</sup> Segundo os eminentes doutrinadores: “a estipulação de contratos que obedecem ao padrão do mercado importa, uma vez mais, a ausência do diálogo negocial. O negócio refletirá justamente esse padrão, não decorrendo de um processo de negociação caracterizado pelo embate de interesses. Afasta-se, pois, na hipótese, a possibilidade de a avença ser afetada por distorções que decorreriam desse embate, refletido na estipulação de condições contratuais específicas. Nesse ambiente, um dos contratantes não consegue valer-se da faculdade de dominação em relação ao outro, que está de mãos amarradas por tratar com parte relacionada. Em suma: o conteúdo típico do negócio será determinado pelo mercado, e não em função do dinamismo do processo negocial” (GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula A. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005. p. 50).

<sup>243</sup> Aprofundamos nossos estudos a respeito no item 5.3.2.

<sup>244</sup> GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula A. *O Estado, a empresa e o contrato*, 2005, p. 50.

<sup>245</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>246</sup> RIGER, Martin. The trust indenture as bargained contract: the persistence of myth, 1991, p. 230.

<sup>247</sup> Idem, *ibidem*.

No caso *Metropolitan Life Insurance Co. v. RJR Nabisco Inc.*, houve similar abordagem mediante o argumento de que a corte não poderia ignorar o ambiente em que o negócio fora celebrado<sup>248</sup>. Por fim, em *Sharon Steel Corp. v. Chase Manhattan Bank*, a corte justificou uma abordagem restrita dado o risco da incerteza sobre o significado de cláusulas padronizadas ao mercado de debêntures<sup>249</sup>. HOUMAN B. SHADAB, em seu artigo sobre interpretação de escrituras de emissão debêntures, assim também apresenta a jurisprudência das cortes daquele país<sup>250</sup>.

Essas considerações não autorizam, de forma alguma, o intérprete a fazer letra morta das condições da escritura em emissões *privadas* de debêntures. Muito pelo contrário. O conteúdo da escritura de emissão de debêntures continua a exercer fundamental papel na investigação da *comum intenção* das partes, nos termos do art. 112 do Código Civil. Esse exame, no entanto, passa a não ter mais as condições objetivadas pelo mercado como centro de preocupação, para mirar naquilo que resultou do livre exercício da autonomia privada das partes contratantes, considerando, adicionalmente, seus interesses e comportamentos – os quais, por via de regra, serão específicos àquela relação, dada as múltiplas e diferentes qualidades que as debêntures podem apresentar e o contexto privado das partes.

### 5.3 Diretrizes específicas: a aplicação das regras de interpretação do Código Civil à escritura de emissão de debêntures

Apresentamos nos itens 4.2 e 4.3 que a classificação da natureza jurídica da escritura de emissão deriva, especial, mas não exclusivamente, da adoção da teoria da criação por expoentes da doutrina nacional para esclarecer a origem da obrigação dos títulos de crédito. Desde então, a doutrina comercialista vem sistematicamente indicando a escritura de emissão como uma declaração unilateral de vontade.

<sup>248</sup> Conforme trecho da decisão destacado pelo próprio autor: “this Court, like the parties to these contracts, cannot ignore or disavow the marketplace in which the contract is performed. Nor can it ignore the expectations of that market – expectations, for instance, that the terms of the indenture will be upheld, and that a court will not, sua sponte, add new substantive terms to that indenture as it sees fit” (Idem, p. 231).

<sup>249</sup> “[w]hereas participants in the capital market can adjust their affairs according to a uniform interpretation... the creation of enduring uncertainties as to the meaning of boilerplate provisions would decrease the value of all debentures issues and greatly impair the efficient working of capital markets” (SHADAB, Houman B. Interpreting indentures: how disequilibrium economics and financial asset specificity support narrow interpretation. *Southern California Law Review*, v. 75, n. 3, p. 782, Mar. 2002).

<sup>250</sup> “One method of indenture interpretation explicitly followed by courts is to strive to give indentures, which are largely made up of boilerplate provisions, a consistent and uniform meaning” (SHADAB, Houman B. Interpreting indentures: how disequilibrium economics and financial asset specificity support narrow interpretation, 2002, p. 781).



ASCARELLI, ao apontar a declaração cartular como uma declaração de vontade, e não de mera verdade ou ciência, retoma a classificação dos atos jurídicos para esclarecer a indagação<sup>251</sup>:

[...] [q]uanto ao objeto da declaração, foram distinguidas pela doutrina, ao lado das declarações de vontade (entre as quais, o negócio jurídico), as de ciência, as de intenção, as de sentimento e, ainda, aquelas declarações que, embora de vontade, não constituem, no entanto, um negócio jurídico. O critério da distinção repousa na diversidade do objeto da declaração, que pode ser a vontade do declarante, ou uma notícia (como no caso do testemunho, ou no da confissão, pelos menos segundo entende a doutrina tradicional, e assim por diante), ou um propósito do declarante (como, por exemplo, o caso de “protestos”), ou um sentimento seu (como, por exemplo, arrependimentos, perdão etc.)<sup>252</sup>.

Com base nas lições do referido doutrinador, portanto, a escritura de emissão, enquanto declaração unilateral de vontade, deve ser encarada pelo intérprete como um negócio jurídico. Via de consequência, os artigos do Código Civil que traçam as regras de interpretação dos negócios jurídicos se apresentam como normas ao julgador durante o exame da escritura de emissão de debêntures.

Entretanto, a aplicação única e irrestrita dessas normas, desconsiderando a legislação e a realidade na qual inserta a escritura de emissão, conduziria o intérprete a largos equívocos. Em primeiro lugar, o ato de celebrar uma escritura de emissão e ofertar debêntures é regido pela Lei das S.A. Não pode a escritura, como resultado, ser analisada de forma alheia às normas societárias, que impõem, conforme apresentamos, certos limites aos agentes. Ademais, na tarefa de interpretação de uma escritura de emissão, cabe ao incumbente aplicar a lógica jurídica inerente ao direito comercial.

ASCARELLI sempre nos ensinou que “[o] direito comercial apresenta-se, hoje, em dia, como um direito especial no sentido sistemático, como um conjunto de normas que regulam uma determinada matéria consoante determinados princípios de caráter geral”<sup>253</sup>. A origem dessa autonomia está ligada ao surgimento do racional econômico de uma economia de massa<sup>254</sup>. PAULA A. FORGIONI arremata expondo que a “lógica própria do direito comercial

<sup>251</sup> ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*, 2009, p. 99.

<sup>252</sup> Idem, p. 99-100, nota de rodapé 38.

<sup>253</sup> ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. Sorocaba: Minelli, 2005. p. 3.

<sup>254</sup> ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*, 2005, p. 7.

impulsiona e é indispensável ao fluxo de relações econômicas”<sup>255</sup>. Daí a importância da abordagem realizada pelo intérprete para que se obtenha maior grau de segurança jurídica na compreensão da escritura de emissão de debêntures, sobretudo em virtude da ausência de normas legais específicas a respeito.

Segundo referida doutrinadora, a identificação do perfil empresarial de um negócio jurídico passa necessariamente pela avaliação dos sujeitos que o celebraram. Nesse sentido, “[a] atenção do comercialista recai sobre os contratos interempresariais, ou seja, aqueles celebrados entre empresas, i.e., em que somente empresas fazem parte da relação”<sup>256</sup>. Como resultado, todos os que integram a relação devem ter como pressuposto a busca pelo lucro<sup>257</sup>.

As debêntures são títulos que somente podem ser emitidos por sociedades anônimas, sejam de capital aberto ou fechado. De acordo com o art. 2.º da Lei das S.A., essas sociedades podem ser “qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes”. Com relação àquele que emite, portanto, não restam dúvidas sobre seu objetivo no momento em que celebra a respectiva escritura de emissão, eis que seu propósito de lucro é expressamente reconhecido pela Lei das S.A. Dúvidas não pode haver, igualmente, sobre o propósito da(s) sua(s) contraparte(s) nesse negócio.

Nas emissões de debêntures levadas a efeito no mercado de capitais, são os investidores profissionais<sup>258</sup> que subscrevem a grande maioria dos títulos emitidos<sup>259</sup>. Apesar de poucas, pessoas físicas também adquirem tais títulos, o que pode alçar dúvidas

<sup>255</sup> FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro, 2003, p. 9.

<sup>256</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 27.

<sup>257</sup> *Idem*, p. 28.

<sup>258</sup> Nos termos do art. 9.º da Instrução Normativa CVM n.º 539, são 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”. Entidades que, invariavelmente, visam o lucro em suas operações.

<sup>259</sup> Segundo o Boletim do Mercado de Capitais publicado pela Anbima, considerando as emissões realizadas sob a regulação das Instruções CVM n.º 400 e n.º 476, de janeiro a agosto de 2019 somente 4,3% das debêntures emitidas tiveram como destino a pessoa física. Os investidores profissionais e os intermediários e demais participantes ligados à oferta representam, respectivamente, 62,9% e 32,8%. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm). Acesso em: 9 set. 2019.

no intérprete quanto ao caráter comercial desse indivíduo, sobretudo porque, nesses casos, o debenturista simplesmente adere às condições estipuladas unilateralmente pela emissora, tal como ocorre nas relações entre empresa e consumidor.

No entanto, deve-se considerar que a função dos valores mobiliários – natureza assumida pelas debêntures quando emitidas no mercado de capitais – é financiar de maneira pulverizada os investimentos privados<sup>260</sup>. As pessoas físicas participam de emissões públicas de debêntures, portanto, para financiarem empreendimentos e, como contraprestação, lucrarem por meio do recebimento de juros remuneratórios. Como resultado, atuam no mercado de capitais como investidores, e não como consumidores, nos termos do art. 2.º do CDC. A mesma lógica aplica-se aos casos nos quais debêntures são emitidas de maneira privada. O debenturista subscreverá os títulos emitidos visando à remuneração que auferirá. Ainda que não haja nenhuma remuneração prevista na escritura de emissão, existe o entendimento de que a comercialidade do ato permanece<sup>261</sup>.

A escritura de emissão de debêntures, sob qualquer ângulo de análise, é um instrumento de natureza comercial. Naturalmente, cabe à lógica do direito comercial, o qual contém em seu sistema dogmático vértices que subjagam a lógica econômica do negócio jurídico, guiar o aplicador do Direito quando uma escritura de emissão de debêntures for o objeto de discussão.

O Código Civil, na contramão dessa lógica, estabeleceu normas de interpretação que não incorporam essa finalidade. PAULA A. FORGIONI alerta que muitas dessas regras “foram talhadas para proteger o elo final da cadeia produtiva, e não o fluxo de relações mercantis”<sup>262</sup>. Assim, deve o intérprete, ao manejar as regras civilistas na interpretação de escritura de emissão de debêntures, procurar corrigir sua aplicação de maneira a resguardar a segurança e a previsibilidade desse negócio jurídico, sem perder de vista os limites que a ordem pública societária impõe. Deve-se ter em mente, ainda, que a escritura de emissão – conforme exaustivamente tratado neste trabalho – é um documento que pode ser celebrado sob diferentes circunstâncias, o que demanda do julgador sua identificação no caso concreto.

---

<sup>260</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 25.

<sup>261</sup> WALDECY LUCENA, depois de analisar a posição da doutrina a respeito da essencialidade dos juros na operação de emissão de debêntures, conclui que “a emissão de debêntures sem qualquer remuneração, embora permitida pela Lei, surge como uma operação tão excepcional e contrastante de sua conceituação que somente ser a referendar a regra da onerosidade e comercialidade desses títulos” (*Das sociedades anônimas*, 2009, p. 576).

<sup>262</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 257.

Emerge, portanto, necessária a investigação sobre o real alcance das normas do Código Civil na hipótese de ser a escritura de emissão o objeto de investigação do julgador, tendo como plano de análise sua natureza comercial e os efeitos que sobre si recaem quando celebrada para reger uma colocação pública ou privada de debêntures. Para apresentar esse alcance, observadas as premissas expostas, selecionamos os arts. 112, 113, 422, 423 e 157 do referido diploma legal para traçar as linhas de abordagem que o aplicador do Direito deve considerar ao aplicá-los aos casos que envolvam escrituras de emissão de debêntures.

### 5.3.1 *Art. 112: da finalidade econômica à intenção comum das partes*

O art. 112 do Código Civil preceitua que “[n]as declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem”. Esse texto normativo é semelhante ao do art. 85 do Código Civil de 1916. PAULA A. FORGIONI, com supedâneo em estudos de ANTÔNIO JUNQUEIRA DE AZEVEDO, aponta que esse artigo pretende conduzir o intérprete a investigar a real intenção das partes (subjéctiva) a partir da declaração instrumentalizada (objéctiva). Ao lançar o intérprete no campo subjéctivo da vontade, o Código Civil coloca a segurança e a previsibilidade dos negócios mercantis em perigo, uma vez que a interpretação avaliará a manifestação de vontade de cada uma das partes, e não a comum, moldada pelos usos e costumes do mercado<sup>263</sup>. No revogado art. 131 do Código Comercial de 1850, por outro lado, prevalecia a vontade objéctiva na interpretação<sup>264</sup>.

O esforço de PAULA A. FORGIONI, em face dessa ameaça, foi moldar o entendimento do texto normativo do art. 112 do Código Civil à realidade mercantil. Nesse sentido, invoca

<sup>263</sup> A respeito do risco de se interpretar a partir da manifestação da vontade de cada parte isoladamente, sintetiza a doutrinadora: “é importante observar que os motivos, enquanto permanecem no íntimo do agente e não são objetivados, realmente não assumem maior relevância jurídica, ao menos no campo do direito comercial, uma vez que isso nos levaria a nível insuportável de insegurança e de imprevisibilidade: Quem arriscaria contratar se a contraparte pudesse liberar-se das obrigações assumidas, alegando que, no fim das contas, a avença não correspondeu ao que ela intimamente esperava?” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 218).

<sup>264</sup> “Art. 131. Sendo necessário interpretar as cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobreditas, será regulada sobre as seguintes bases: 1 – a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa-fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras; 2 – as cláusulas duvidosas serão entendidas pelas que o não forem, e que as partes tiverem admitido; e as antecedentes e subsequentes, que estiverem em harmonia, explicarão as ambíguas; 3 – o fato dos contraentes posterior ao contrato, que tiver relação com o objeto principal, será a melhor explicação da vontade que as partes tiverem no ato da celebração do mesmo contrato; 4 – o uso e prática geralmente observada no comércio nos casos da mesma natureza, e especialmente o costume do lugar onde o contrato deva ter execução, prevalecerá a qualquer inteligência em contrário que se pretenda dar às palavras; 5 – nos casos duvidosos, que não possam resolver-se segundo as bases estabelecidas, decidir-se-á em favor do devedor.”

a boa-fé objetiva, consagrada como um dos princípios do Código Civil, para “redirecionar” o intérprete à vontade *comum* das partes<sup>265</sup>. A ilustre doutrinadora anota que “[i]nteressa ao intérprete o escopo com que ambas [as partes] estão de acordo, que entre elas se formou e que veio à luz em sua declaração comum ou congruente, além de se espelhar em sua conduta”<sup>266</sup>. Dessarte, ao aplicar o art. 112 na interpretação de negócios empresariais, a declaração e o comportamento das partes não de ser interpretados segundo sua *comum intenção*, fundada na natureza do negócio levado a efeito.

Ainda seguindo a posição de PAULA A. FORGIONI, na busca pela intenção comum das partes, deve-se investigar qual a *função econômica* do negócio jurídico celebrado. Em síntese, o intérprete deve relacionar a racionalidade econômica com a jurídica de modo a subjugar a prática mercantil. Ao assim fazer, permitirá que a interpretação dê guarida aos usos e costumes do mercado, tornando-o seguro e previsível<sup>267</sup>.

Pois bem. Em primeiro lugar, é preciso esclarecer que, a despeito de a escritura de emissão cumprir a função econômica de disciplinar os títulos emitidos, deve o intérprete investigar a finalidade econômica pretendida com a emissão das debêntures, eis que será ela a revelar qual a intenção comum das partes com a celebração da escritura<sup>268</sup>. Nesse sentido, apontamos que a debênture não possui uma *função* econômica exata e constante, mas sim uma *finalidade* no caso concreto<sup>269</sup>. Passa a ser uma das tarefas do intérprete, portanto, a identificação da *finalidade* econômica da debênture no caso concreto.

Nas ofertas públicas, em sua grande maioria, a debênture atuará como um título de dívida cuja finalidade econômica será a de captação de recursos para a companhia emissora. Não é demais lembrar que, economicamente, não é viável às companhias emitir debêntures no mercado de capitais que destoam da prática usual – isto é, daquelas que se prestam a exercer a finalidade de um título de renda fixa que preveem a amortização e o pagamento de taxa de juros periódica como remuneração. Quanto mais específicos os títulos, maiores os custos para os investidores avaliarem e menores os incentivos à emissão desse tipo de debênture no mercado de capitais.

<sup>265</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 261-262.

<sup>266</sup> Idem, p. 262.

<sup>267</sup> Idem, p. 225-236.

<sup>268</sup> NELSON EIZIRIK, por exemplo, ao emitir parecer a respeito da possibilidade de aplicação da teoria da imprevisão no caso concreto, analisa a causa da emissão de debêntures no mercado de capitais (i.e., sua finalidade econômica) para, então, esclarecer o ganho extraordinário de uma das partes e a consequente aplicação da referida teoria (*Aspectos modernos do direito societário*, 1992, p. 81-94).

<sup>269</sup> Cf. item 3.1.

Assim, a tendência é que os agentes econômicos envolvidos em emissões de debêntures no mercado de capitais apresentem os mesmos anseios econômicos. Em parecer, NELSON EIZIRIK assim os identificou:

[...] [a]o adquirir as debêntures, o debenturista tem a expectativa de receber uma remuneração comparável à dos demais ativos financeiros de renda fixa; a companhia, a de captar recursos que deverá remunerar em bases previsíveis, seja mediante a prefixação da correção monetária, seja pela indexação do valor nominal das debêntures aos índices de correção monetária, os quais refletem a variação do poder aquisitivo da moeda<sup>270</sup>.

As disposições dessas escrituras de emissão de debêntures deverão ser interpretadas com perspectiva nessa comum intenção das partes.

Por outro lado, as escrituras que regem emissões privadas não apresentam o mesmo grau de homogeneidade quanto ao seu objetivo econômico. Celebrado entre partes determinadas, o pressuposto desse negócio jurídico é o de que os agentes possam ter negociado as disposições com uma maior margem de atuação de sua autonomia privada. Assim, a tendência, nesses casos, será a de observar debêntures emitidas com diferentes finalidades econômicas, cabendo ao intérprete identificá-las caso a caso.

Sem prejuízo, a emissão privada de debêntures, não raro, estará inserida em negócios jurídicos complexos, sendo a escritura de emissão tão somente mais um documento celebrado entre os agentes envolvidos<sup>271</sup>. Nessa hipótese, a avaliação do contexto em que as debêntures estejam presentes assume parcial relevância para que o verdadeiro *espírito do contrato*, na dicção do art. 133, 1, do Código Comercial de 1850, seja revelado. Relembremos que em ambos os casos de emissões privadas analisados no item 4.4.2, a título de exemplo, as respectivas escrituras de emissões mencionam que as bases de um acordo de acionistas

---

<sup>270</sup> EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*, 1992, p. 88.

<sup>271</sup> Para ilustrar, cf. consulta realizada por LUIZ LEONARDO CANTIDIANO a respeito de intrincada estruturação de operação para viabilizar a aquisição de ações da Telebras, por seus empregados, em virtude de sua privatização (Emissão pública de debêntures por sociedade de propósito específico. Utilização dos recursos captados na citada emissão para antecipar, a clube de investimentos de empregados do sistema Telebras, recursos correspondentes ao valor das ações adquiridas no processo de privatização da Telebras. Estruturação da operação. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 103-116). Além da escritura de emissão de debêntures, foram analisadas as minutas da (i) assembleia de constituição da sociedade de propósito específico e respectivo Estatuto Social; (ii) assembleia geral de emissão das debêntures; (iii) contratos de *underwriting* e de adesão dos coordenadores; (iv) subcontrato para o *pool*; (v) contrato de mútuo; (vi) contrato de caução de quotas de clube de investimento; (vii) termo de quitação e cessão; e (viii) anúncio de início de distribuição pública das debêntures, por meio de leilão a ser realizado na Bolsa de Valores de São Paulo (Idem, p. 106).

já haviam sido fixadas e contratos de investimento também foram levados a efeito entre as partes.

Apresentamos, ademais, que essas escrituras de emissão, além de preverem a transferência de fundos para a sociedade emissora, estabeleciam condições para os debenturistas exercerem certa influência nos assuntos de gestão da sociedade. A finalidade econômica do debenturista passa, então, *da simples fruição de juros* – no caso das debêntures emitidas no mercado de capitais – *para uma sucedida conversão da dívida em capital mediante estreitamento da relação com os representantes da sociedade emissora*<sup>272</sup>.

Aplicando a régua conceitual de PAULA A. FORGIONI, criada para medir as diferenças entre os contratos de intercâmbio, de colaboração e de sociedade, entendemos que essas relações jurídicas podem ser compreendidas como de colaboração dado o entrelaçamento de interesses entre debenturistas e sociedade emissora – que perseguem, em conjunto, o sucesso do negócio, e não somente o pagamento de juros remuneratórios pela emissora. Como bem caracterizado por PAULA A. FORGIONI, nos contratos colaborativos

---

<sup>272</sup> Cf. notas de rodapé 220 e 221 e os respectivos textos que as acompanham. Não obstante, esse estreitamento de relações entre credores e sociedade é apontado em estudos da doutrina estrangeira. FREDERICK TUNG esclarece, em termos gerais, que credores privados podem exercer grande influência na administração mediante o estabelecimento de *covenants* financeiros, de restrições a determinados investimentos e de poder de veto sobre determinados assuntos. A partir da verificação dessa influência, argumenta, entre outros pontos, a aplicação de deveres fiduciários aos credores, na medida em que podem interferir na administração tanto quanto os administradores (Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance. *UCLA Law Review*, v. 57, Issue 1, p. 115-182, May 2009; *Emory Public Law Research Paper*, n. 9-54; *Emory Law and Economics Research Paper*, n. 9-43. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1356662>. Acesso em: 4 set. 2018). A respeito dos *covenants*, LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES assinala que esse instituto constitui, no direito anglo-saxão, “um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, protegendo os interesses do credor e estabelecendo que determinados atos não devem ou devem cumprir-se. Podem ser traduzidos como compromissos restritivos (*restrictive covenants*) ou obrigações de proteção (*protective covenants*). Constitui, portanto, um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado através de um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, objetivando o pagamento da dívida. As obrigações positivas (*positive covenants*) são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa. As obrigações negativas (*negative covenants*) são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos. Ao contrário de outros institutos anglo-saxões de Direito Civil ou Comercial, os *covenants* são perfeitamente compatíveis com o nosso Direito Romano-Germânico e podem conviver perfeitamente com as garantias tradicionais normalmente utilizadas no Brasil. Há, entretanto, uma diferença fundamental, pois trata-se de uma garantia que tem o foco na boa administração e na integridade do patrimônio. Muito mais baseada na credibilidade do devedor que em qualquer conforto que uma garantia real ou pessoal possa trazer. Há todo um compromisso com o dinamismo necessário para o setor financeiro, livrando-o das amarras de limites de operação vinculadas somente a garantias hipotecárias, pignoratícias ou fidejussórias” (BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – instrumento de garantia em project finance*. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 5, p. 123-135, maio/ago. 1999).

[...] busca-se mais a disciplina de questões futuras. Ou seja, o negócio não visa a estabelecer apenas regras sobre trocas, mas balizar a relação entre as partes. No instrumento do contrato empregam-se termos amplos, sem significado claramente definido no momento da celebração. Lançam-se as bases para um futuro comportamento colaborativo, indo além do mesmo estabelecimento de deveres e obrigações específicas<sup>273</sup>.

Por óbvio, essa caracterização não se limita à análise dos termos que constam da escritura de emissão. Passa, também, pela avaliação das circunstâncias fáticas, sobretudo o comportamento das partes, nos termos do art. 112 do Código Civil. No entanto, nosso ponto é: conforme o objetivo comum das partes com a emissão de debêntures, suscetível à casuística, mais fértil poderá ser o terreno para o florescimento da cooperação entre os contratantes. Isso porque, consoante as lições de SALOMÃO FILHO, o estabelecimento de um objetivo comum entre as partes pode construir uma dependência recíproca entre elas, sendo necessária a cooperação para que o fim do contrato seja exaurido<sup>274</sup>.

Nesse sentido, o princípio da boa-fé e os deveres que dele decorrem poderão emergir com mais vigor no seio da relação entre companhia e debenturistas, caso o cumprimento da finalidade econômica das debêntures emitidas exija cooperação entre as partes. Ainda com SALOMÃO FILHO, “[a] função da ideia de boa-fé no direito contratual, especialmente se este é entendido como instrumento de organização social [...], é permitir a cooperação contratual entre as partes no cumprimento dos objetivos econômicos do contrato”<sup>275</sup>. A identificação de um ambiente colaborativo, portanto, informará, em muito, o intérprete a reconhecer os “deveres positivos que decorrem dessa visão organizativa do princípio da boa-fé contratual”<sup>276-277</sup>.

<sup>273</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 196.

<sup>274</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Breves acenos para uma análise estruturalista do contrato*, 2006, p. 15-16.

<sup>275</sup> *Idem*, p. 21.

<sup>276</sup> *Idem*, *ibidem*.

<sup>277</sup> Similar constatação foi realizada por LEONARDO TOLEDO DA SILVA em sua tese de doutorado a respeito dos contratos de aliança. Ao identificar a convergência de interesses entre as partes contratantes em busca de um objetivo comum, o autor reconhece “o dever acentuado de boa-fé dos participantes como um dos elementos essenciais dos contratos de aliança” (SILVA, Leonardo Toledo da. *Contratos de aliança. Direito empresarial e ambiente cooperativo*. 2014. 384 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 235). Não temos a pretensão, com essa referência, de aproximar os objetos de estudo. Nossa intenção é solidificar o entendimento de que poderá haver casos em que a colaboração se manifestará com mais intensidade entre companhia emissora e debenturistas. Se assim for reconhecido, a rigorosidade ao cumprimento do dever de boa-fé e os demais deveres decorrentes será mais acentuada, em comparação aos casos em que as debêntures são emitidas com o mero intuito de intercâmbio de capital na forma de empréstimo.



Portanto, poderá haver casos de emissões de debêntures em que a lente de análise do aplicador do Direito deverá se alterar para não mais enxergar a escritura de emissão como um documento que rege, única e exclusivamente, uma relação de intercâmbio de capital financeiro entre devedor e credor. A adequada interpretação da escritura de emissão de debêntures, pois, tem como pressuposto o correto delineamento da finalidade econômica que as partes pretendem atingir com a emissão dos títulos.

### 5.3.2 Arts. 113 e 422: a boa-fé objetiva e os usos e costumes

Assim prescreve o art. 113 do Código Civil: “[o]s negócios jurídicos devem ser interpretados conforme a boa-fé e os usos do lugar de sua celebração”. Adicionalmente, o art. 422 do mesmo diploma legal prevê o seguinte: “[o]s contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”. Alertamos, no tópico anterior, que é a boa-fé *objetiva* que deve conduzir o intérprete na sua atividade na medida em que seu objeto de apreciação seja um negócio jurídico celebrado por empresários ou sociedades empresárias.

A respeito da aplicação dessa norma aos negócios empresariais, sempre as lições de PAULA A. FORGIONI:

[...] [q]uando o direito manda interpretar os acordos conforme a boa-fé, não está apenas dando guarida a uma regra monacal, mas vivificando tradicional norma de direito mercantil, útil às empresas e ao mercado. Nessa perspectiva, a boa-fé despe-se de tantos aspectos morais que a revestem em outros contextos, exurgindo objetivada, ou seja, segundo os padrões de comportamento aceitos em determinado mercado [ou em determinada praça]<sup>278</sup>.

Nota-se que os usos e costumes, no contexto dos artigos em epígrafe, emergem como norte ao aplicador do Direito. O objetivo é zelar para que a solução do conflito seja condizente com a realidade do caso, de modo a propiciar mais segurança e previsibilidade ao sistema.

No âmbito das escrituras de emissão, os usos e os costumes variam conforme o contexto em que são celebradas. Relembremos que as escrituras podem ser realizadas sob a lógica do mercado de capitais ou no âmbito privado das partes. Contextos legais e fáticos díspares que, via de consequência, apresentam diferentes práticas de mercado. Enquanto as

<sup>278</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 259.

escrituras de emissão que regem títulos derivados de emissões públicas tendem a apresentar uma homogeneidade em suas disposições, aquelas destinadas às emissões privadas podem se mostrar de maneira mais heterogênea em virtude das variadas finalidades econômicas que a debênture pode executar e a maior proximidade entre as partes.

Com efeito, ao analisarmos as escrituras de emissão de Rumo e Movidá, pudemos notar o quanto se assemelham ao modelo proposto pela Anbima<sup>279</sup>, o qual surgiu a partir de estudos e discussões que envolveram representantes do mercado<sup>280</sup>. Isso significa que muito do que são os usos e costumes do mercado foi discutido, aglutinado e inserido no modelo da Anbima com intuito de “ampliar o acesso às informações pelos investidores”, mediante

[...] homogeneização da ordenação das cláusulas e a consolidação dos aditamentos à escritura original, de forma a facilitar o cálculo do fluxo do ativo e sua precificação e, em consequência, ampliar a liquidez no mercado secundário, com impactos positivos sobre os custos de colocação para as companhias emissoras<sup>281</sup>.

Logo, as escrituras de emissões destinadas ao mercado de capitais exprimem, regularmente, um alto nível de instrumentalização dos próprios usos e costumes mediante a adoção do modelo da Anbima. Por essa razão, entendemos que a interpretação dessas escrituras de emissão deverá ser restrita a seus termos, dado que, ao assim proceder, o exegeta respeitará os usos e costumes do mercado.

Além de as disposições apresentarem uma padronização, fruto da assimilação das práticas desse mercado, importante destacar o posicionamento do STJ a respeito da aplicação do princípio da boa-fé objetiva aos litígios ocorridos no contexto do mercado de capitais. O MINISTRO JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, cuja relatoria incumbia-lhe, asseverou:

[...] penso que o princípio da boa-fé objetiva, em matéria societária, deve ser interpretado à luz das práticas do mercado de capitais e dos princípios e normas que as informam, todos extraídos das leis especiais. Dissociar o

<sup>279</sup> Cf. item 4.4.1.

<sup>280</sup> Segundo o Guia de Orientações para Escrituras de Debêntures elaborado pela Anbima: “[a]s orientações aqui previstas foram elaboradas pelo Grupo de Trabalho de Padronização de Debêntures, formado no âmbito da Anbima por representantes de diferentes segmentos. O trabalho foi realizado entre setembro de 2014 e maio de 2015, tendo os conceitos sido apresentados e amplamente debatidos em diversos fóruns de representação da Associação (Comitês)”. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/representar/grupos-de-trabalho/padronizacao-de-debentures/padronizacao-de-debentures.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/representar/grupos-de-trabalho/padronizacao-de-debentures/padronizacao-de-debentures.htm). Acesso em: 1.º ago. 2019.

<sup>281</sup> Guia de Orientações para Escrituras de Debêntures Anbima. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/representar/grupos-de-trabalho/padronizacao-de-debentures/padronizacao-de-debentures.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/representar/grupos-de-trabalho/padronizacao-de-debentures/padronizacao-de-debentures.htm). Acesso em: 1.º ago. 2019.

primeiro dos segundos implica quebra da unidade sistemática do Direito Societário<sup>282</sup>.

A boa-fé objetiva, portanto, deve ser aplicada em consonância com os princípios norteadores do Direito do Mercado de Capitais e do Direito Societário<sup>283</sup>.

A despeito de o mercado de debêntures no Brasil ainda ser majoritariamente preenchido por investidores institucionais, é imperioso ressaltar outra passagem do voto do MINISTRO JOÃO OTÁVIO DE NORONHA em virtude do recente aumento de pessoas físicas nesse mercado<sup>284</sup>:

Abomino um entendimento, hoje infelizmente bastante comum, que tenho por verdadeiro vício de raciocínio jurídico e que consiste em cantar a boa-fé objetiva como princípio erigido, primordialmente, para a proteção das minorias (o acionista minoritário, o consumidor etc.) em confronto com as maiorias (o acionista controlador, o fornecedor etc.). Isso não é verdade, porquanto a lei civil não distingue as partes: ou não nomina sujeitos (como no art. 113), ou fala indistintamente em “contratantes” (como no art. 422), abrangendo, sempre, todas as partes de qualquer ato ou negócio jurídico. É preciso, pois, abandonar esse vício que leva, não raro, à distorção profunda das considerações e soluções jurídicas quando se adota atitude maniqueísta que personifica o “Bem” nas minorias e o “Mal” nas maiorias, esquecendo-se que aquelas, ainda que menos frequentemente que estas, também incidem em abuso de direito e obram com má-fé, buscando prevalecer-se de sua condição para obter vantagem juridicamente indevida. Lembro, quanto a isso, que o atual Código Civil, em seu art. 187, dispõe que “também comete ato ilícito o titular de um direito”, seja quem for, “que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes”.

Desse entendimento conclui-se que a boa-fé objetiva não deve ser empregada pelo aplicador do Direito como subterfúgio para uma interpretação da escritura de emissão em favor dos detentores dos títulos, caso os debenturistas sejam pessoas físicas. Ainda que exista

<sup>282</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n.º 1.162.117/SP. Quarta Turma. Ministro Relator: João Otávio de Noronha. Julgamento: 04.09.2012. Data de publicação: 20.11.2014.

<sup>283</sup> Para ilustrar esse ponto, no caso em comento, o STJ entendeu, em linhas gerais, que não houve ofensa ao princípio da boa-fé objetiva em virtude do estrito cumprimento ao dever de informar – um dos pilares do direito do mercado de capitais – sobre as informações para o exercício dos direitos decorrentes de bônus de subscrição emitidos (Idem, *ibidem*).

<sup>284</sup> O Boletim do Mercado de Capitais publicado pela Anbima informa que a representatividade das pessoas físicas na subscrição de debêntures, emitidas tanto nos termos da Instrução CVM n.º 400 e n.º 476, era de 2,2% em 2013 e, entre janeiro a agosto de 2019, elevou para 4,3%. Se considerarmos somente as emissões realizadas sob a disciplina da Instrução CVM n.º 400, no mesmo espaço temporal, essa representatividade salta de 12% para 55,9%, e, em 2018, a participação de pessoas físicas foi de 79,1%. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm). Acesso em: 9 set. 2019.

hipossuficiência econômica e informacional entre a companhia emissora e os debenturistas, aquela deve cumprir seus deveres de publicação de informações conforme as normas administrativas expedidas pela CVM com intuito de tornar a relação mais equânime<sup>285</sup>. Ademais, os negócios realizados no mercado de capitais ostentam o risco como elemento inerente<sup>286</sup>. Ressalvados os casos de abuso ou de descumprimento de deveres de informação, o debenturista aderirá aos termos da escritura de emissão, mediante sua própria e exclusiva vontade, munido dos esclarecimentos suficientes para que seja possível sopesar o retorno do título em função de seus riscos. Novamente, forçoso ressaltar que as pessoas físicas atuarão como investidores, e não como meros consumidores.

No caso das emissões privadas, consideramos que a boa-fé objetiva deve ser compreendida a partir da finalidade econômica pretendida pelas partes. Delineada a intenção comum, entenderá o intérprete quais são as práticas usuais para aquele tipo de negócio. Por exemplo: o comportamento de uma sociedade que emite debêntures tão somente para novar a dívida que possui perante um de seus acionistas não será o mesmo de outra que emite para captar recursos de uma instituição financeira ou de determinado fundo de investimento, como ocorreu nos casos analisados no item 4.4.2. O que há em comum entre esses negócios jurídicos privados – e que deve ser tomado como pressuposto – é o fato de serem celebrados entre partes empresárias. No entanto, a boa-fé, *objetivada*, deve ser analisada casuisticamente a partir da finalidade econômica almejada.

### 5.3.3 Art. 423: a interpretação a favor do aderente/devedor

O art. 423 do Código Civil, com a redação dada pela Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019, determinava: “[q]uando houver no contrato de adesão cláusulas

<sup>285</sup> A esse respeito, as lições de MATTOS FILHO sobre o espírito do Direito dos Valores Mobiliários: “temos, de um lado, que a função dos valores mobiliários é financiar de forma pulverizada os investimentos privados; de outro lado, é função do Estado regrar este relacionamento obrigacional, buscando que seja equitativo. O Direito dos Valores Mobiliários, como consequência, conta, ou busca contar, com o regramento estatal tendente a dar as condições de equidade nas transações ocorridas no mercado de valores mobiliários, o qual se compõe de investidores e ofertantes de valores mobiliários, agentes de intermediação e de negociação. A atividade que ocorre em seu seio é, entretanto, eminentemente privada. As condições impostas pelo regramento estatal para que se consiga um relacionamento equitativo entre seus vários agentes se dá, dentre outras formas mais adiante discutidas, pela informação obrigatoriamente veraz dada pelo eminente de valores mobiliários, ou pela proibição de situações caracterizadoras de manipulação de preço quanto ao emitente, ou pela vedação ao *front-runner* pelo corretor da operação etc.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 25).

<sup>286</sup> Especificamente sob o ponto de vista daquele que detém debêntures, existem dois riscos: (i) risco de inadimplência ou de falência do agente que emitiu os títulos; e (ii) risco de perda de capital por variações nos preços dos títulos (CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de (coord.). *Introdução ao mercado de capitais*. Coordenação. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 85).

que gerem dúvida quanto à sua interpretação, será adotada a mais favorável ao aderente”. Referida medida provisória, ainda, adicionou o parágrafo único ao referido artigo, com a seguinte redação: “[n]os contratos não atingidos pelo disposto no *caput*, exceto se houver disposição específica em lei, a dúvida na interpretação beneficia a parte que não redigiu a cláusula controvertida”.

Antes da edição dessa medida provisória, PAULA A. FORGIONI<sup>287</sup> tecia críticas ao texto do artigo em epígrafe<sup>288</sup>. Para a doutrinadora, a regra de interpretação contra quem estipula a cláusula é diversa daquela que prevê guarida ao obrigado, como bem distinguidas são no *Codice Civile*. Ao retirar a regra de interpretação mais favorável ao devedor, conforme previsto no art. 131, 5, do Código Comercial, o Código Civil poderia levar à perigosa ampliação da noção de contrato de adesão, arrastando a ótica da relação consumerista à empresarial.

Ainda que o texto do parágrafo único do art. 423, editado pela referida medida provisória, tenha mitigado esse risco, uma vez que expressamente reconhecia a existência de contratos que não são classificados como de adesão, o Código Civil permanecia estabelecendo a interpretação a favor do *aderente*, ou daquele que *não redigiu a cláusula controvertida*, e não do *devedor*. Entretanto, apesar desse leve aperfeiçoamento da norma, a Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019, fruto da conversão da Medida Provisória n.º 881/2019, retornou o texto do art. 423 ao que estava anteriormente previsto: “[q]uando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente”. Permanecem, portanto, plenamente válidas as críticas de PAULA A. FORGIONI.

Diante do exposto, referida doutrinadora entrevê duas possibilidades de interpretação em prol dos negócios empresariais no momento de aplicação do art. 423: “[i] ou houve a supressão da regra geral de interpretação a favor do devedor, mantendo-a, o Código Civil, apenas para questões relativas a prazo<sup>289</sup>; ou [ii] toma-se a *interpretatio contra stipulatorem* por aquela menos gravosa ao onerado”<sup>290</sup>. Assim, conclui que tomar

<sup>287</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 263.

<sup>288</sup> Antes da edição da Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019, o Código Civil previa, em seu art. 423, tão somente que: “[q]uando houver no contrato de adesão cláusulas ambíguas ou contraditórias, dever-se-á adotar a interpretação mais favorável ao aderente”.

<sup>289</sup> Nos termos do art. 133 do Código Civil, “[n]os testamentos, presume-se o prazo em favor do herdeiro, e, nos contratos, em proveito do devedor, salvo, quanto a esses, se do teor do instrumento, ou das circunstâncias, resultar que se estabeleceu a benefício do credor, ou de ambos os contratantes”.

<sup>290</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 263.

a *interpretatio contra stipulatorem* a favor do *devedor*, e não do *aderente*, é uma pauta de correção ao ordenamento mercantil.

No ambiente das escrituras de emissão, a assimilação das circunstâncias de sua celebração exerce importante papel na aplicação do art. 423, pois, caso assumam-se a premissa de que a sociedade emissora, ainda que devedora, tenha estabelecido, unilateralmente, as condições da escritura de emissão, a regra do art. 423 fatalmente deixará de ser aplicada no caso concreto.

Nesse sentido, o STJ deixou de considerar as cláusulas de uma escritura de emissão de debêntures abusivas sob a premissa de que a própria devedora as havia elaborado, segundo sua própria vontade<sup>291</sup>. Apesar de a emissão, no caso, ter sido realizada de maneira pública – as quais, na maioria das vezes, a própria emissora, com efeito, implementou as condições da escritura de emissão –, o Superior Tribunal deixou de analisar as circunstâncias da celebração e atribuiu responsabilidade à emissora quanto às condições da escritura:

[A] oferta de debêntures está condicionada pelo interesse da própria emitente, não sendo possível deslocar a responsabilidade da emitente diante das condições aprovadas por sua assembleia geral tanto para o agente fiduciário como para o coordenador da emissão, como pretende agora a recorrente. E isso está muito claro na disciplina da Lei das Sociedades por Ações em que se dispõe que a deliberação sobre a emissão de debêntures “é da competência privativa da assembleia geral” que fixará o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite e as condições outras, dentre as quais a época e as condições de vencimento, amortização e resgate e a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver, como regulado nos artigos 53 e seguintes. Repita-se que o acórdão asseverou que “a remuneração das debêntures, coincide com o estipulado no instrumento particular de escritura de emissão para oferta pública dos aludidos títulos” (fl. 310). Ora, se a petição inicial combate a existência, na escritura de colocação e emissão de debêntures, da “previsão de encargos remuneratórios e moratórios a serem calculados com base em critérios indefinidos e até mesmo ininteligíveis, tipificando a prática do anatocismo, que tem merecido a reprovação de nossos Tribunais” (fls. 15 do REsp n.º 799.813/CE) e se tais condições, segundo o acórdão, são aquelas postas na assembleia geral, ou seja, *pela própria emitente*, não há como identificar cláusula abusiva, *porque não se pode imputar tal em favor daquele que as estipulou* (grifos nossos).

Similar posicionamento foi adotado pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo recentemente<sup>292</sup>. Ao se posicionar a respeito da viabilidade de utilização da taxa dos

<sup>291</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n.º 784.881/CE. Terceira Turma. Ministro Relator: Carlos Alberto Menezes Direito. Julgamento: 04.05.2006. Data de publicação: 18.12.2006.

<sup>292</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n.º 2223455-

Certificados de Depósitos Interbancários (CDI) nas operações de crédito bancário, o tribunal bandeirante assim decidiu em caso que envolvia emissão privada de debêntures:

Por fim, é certo que se veda a utilização da taxa dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI) nas operações de crédito bancário, consoante, aliás, verbete da Súmula n. 176, do C. Superior Tribunal de Justiça, que preconiza que “é nula a cláusula contratual que sujeita o devedor a taxa de juros divulgada pela ANBID/CETIP”; entretanto, na hipótese em apreço, não se cuida de contrato de mútuo celebrado com instituição financeira, mas de emissão de debêntures, *em que as vantagens concedidas aos debenturistas são estabelecidas unilateralmente pela própria emitente* (ora embargante), mediante autorização da assembleia geral de acionistas da companhia (art. 59, Lei 6.404/1976), de sorte que não pode ela se opor à taxa de remuneração que foi *por ela mesma estabelecida*, a par do que o artigo 56, da Lei das Sociedades Anônimas, dispõe que “a debênture poderá assegurar ao titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso”. Bem por isso, com inteiro acerto e criteriosa acuidade, consignou o d. magistrado que, “no caso dos autos, referido índice foi estabelecido pelas próprias embargantes, *sem nenhuma participação da instituição financeira embargada, o que por si só afasta o caráter potestativo e conseqüente nulidade, não sendo lícito às embargantes, ainda, argumentar a sua torpeza em benefício próprio*, sob pena de ofensa à boa-fé objetiva, carreada no artigo 422, do Código Civil, sob o viés da proibição *venire contra factum proprium* (grifos nossos).

Considerando, portanto, a sociedade como a única responsável pelas condições da escritura de emissão, não haveria que falar em interpretação em favor da emissora, na qualidade de devedora, na mesma medida em que o STJ e o TJSP afastaram a abusividade de cláusulas da escritura de emissão. Se assim fosse possível, escancarar-se-ia “a porta do mercado de debêntures a todo tipo de manobra em prejuízo do investidor que acreditou nas condições aprovadas pela emitente por seu órgão diretivo, que detém competência privativa para tanto”<sup>293</sup>. No entanto, enfatizamos: não necessariamente é a sociedade a única a estabelecer as cláusulas da escritura de emissão, a despeito de a celebração desse documento ser um ato unilateral, nos termos da Lei das S.A. Daí a importância da investigação das circunstâncias da celebração da escritura de emissão casuisticamente.

Por via de regra, as escrituras de emissão celebradas para reger emissões públicas são aquelas que apresentarão cláusulas discutidas e estabelecidas unilateralmente

---

49.2018.8.26.0000. 2.<sup>a</sup> Câmara Reservada de Direito Empresarial. Foro Central Cível – 2.<sup>a</sup> Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Relator: Des. Ricardo Negrão. Julgamento: 25.02.2019. Data de Registro: 27.02.2019.

<sup>293</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n.º 784.881/CE. Terceira Turma. Min. Relator: Carlos Alberto Menezes Direito. Julgamento: 04.05.2006. Data de publicação: 18.12.2006.

pela companhia. Nas emissões privadas – principal, mas não necessariamente –, poderão ocorrer casos em que as partes, em conjunto, negociem e estabeleçam as regras da escritura de emissão, para, então, a assembleia geral da companhia aprovar e autorizar a emissão de debêntures, como um mero cumprimento de formalidade. Nesses casos, poderá haver margem de aplicação da regra do art. 423 do Código Civil, consoante os elementos do caso concreto, em favor da devedora. Margem que, por outro lado, não haverá, nas hipóteses em que a própria devedora tenha elaborado os termos da escritura, conforme o entendimento do STJ e TJSP.

Ainda que PAULA A. FORGIONI, nosso guia para aplicação das regras do Código Civil consoante a dogmática comercial, oriente que o julgador aplique a norma *interpretatio contra stipulatorem* a favor do devedor, e não do aderente, consideramos prudente tecer breves comentários sobre a interpretação a favor daquele que não participa da elaboração das cláusulas e que simplesmente adere a elas, em virtude do texto da norma encampada no art. 423 – que trata, expressamente, do aderente.

Apresentamos que alguns doutrinadores, ao analisar a questão tão somente pelo prisma das emissões públicas, classificam a relação estabelecida entre debenturistas e companhia emissora como um contrato de adesão<sup>294</sup>, sendo aqueles meros aderentes ao quanto proposto por esta. Apoiar-se nessas lições, sem entender o objeto de estudo desses doutrinadores e desconsiderando o contexto do caso concreto, poderá conduzir o julgador a deslizes. Vimos que pode haver hipóteses em que os debenturistas e emissora, conjuntamente, negociam, debatem e estabelecem as cláusulas da escritura de emissão. O debenturista não mais será uma parte no negócio jurídico que adere às regras estipuladas unilateralmente pela sua contraparte, não devendo o aplicador do Direito atribuir uma interpretação favorável a ele, invariavelmente. Cabe ao intérprete, portanto, avaliar se as condições foram ou não negociadas entre companhia e debenturista(s) para sopesar, consoante a casuística, se a norma de interpretação em favor do aderente cabe no caso concreto.

A esse respeito, imprescindível ressaltar que, enquanto mero aderente, o debenturista estará, em muito dos casos, realizando um negócio no âmbito do mercado de capitais. Nesse ponto, nutrimos da mesma apreensão manifestada por PAULA A. FORGIONI a respeito do choque entre a letra do Código Civil e o ambiente mercantil em que o negócio é realizado. Ainda que mero aderente, o debenturista subscreverá um título como forma

---

<sup>294</sup> FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*, 1944, p. 111; TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, 1979, p. 362; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, 2015, p. 31.



de investimento – e não como aquisição de um produto e serviço –, sendo o risco uma circunstância inerente. Não bastasse, levando em consideração o alto nível de padronização dos negócios, a interpretação a favor do debenturista com base no art. 423, poderá gerar efeitos no mercado secundário de debêntures<sup>295</sup>. Diante dessas considerações, entendemos que a boa aplicação do art. 423 passa necessariamente por uma clara identificação do contexto em que a escritura de emissão foi celebrada e a participação de cada um dos envolvidos na elaboração de seu conteúdo.

#### 5.3.4 Art. 157: proteção à parte mais fraca a partir da identificação da lesão

O art. 157 é uma das normas do Código Civil a que PAULA A. FORGIONI também demonstra apreensão ao cogitar sobre os malefícios que podem ocorrer aos negócios empresariais, caso o julgador aplique-a desconsiderando a “normal álea do negócio”<sup>296</sup>. Esse artigo determina que se verificará o instituto da lesão “quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta”.

Se aplicado indistintamente, o Direito pode transformar o instituto da lesão em relevante obstáculo aos negócios empresariais, eis que os agentes econômicos improvavelmente poderão gozar de eventuais e naturais vantagens competitivas que ostentam. Quanto às emissões de debêntures, a mesma advertência deve ser ressaltada: o instituto da lesão há de ser aplicado cuidadosamente, sob pena de tornar esse título obsoleto. Nesse sentido, entendemos que a missão do aplicador do Direito é neutralizar eventuais disfunções que decorram da emissão de debêntures, por exemplo, casos em que uma das partes pratique o abuso de dependência econômica.

Inicialmente, cabe destacar que, nos casos em que a própria emissora, de fato, livremente incumbiu-se de elaborar as condições da escritura de emissão segundo sua própria vontade, não vislumbramos qualquer margem para que o art. 157 do Código Civil seja aplicado em seu benefício. Abrir a possibilidade para tanto é lançar o mercado de debêntures em um mar de insegurança e imprevisibilidade. Qual investidor subscreveria debêntures desse tipo, se houvesse o risco de a emissora alegar lesão e se desobrigar da amortização e dos pagamentos de juros?

<sup>295</sup> Cf. nota de rodapé 249 e o texto que a acompanha.

<sup>296</sup> FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*, 2018, p. 267.

Algumas emissões privadas, entretanto, não possuem essa mesma dinâmica. Por meio de negociações prévias entre as partes, uma delas poderá exercer o abuso de dependência econômica, sobretudo nas situações em que a emissora apresente grave situação econômico-financeira. Nesses casos, a escritura de emissão pode se transformar em um poderoso instrumento de estrangulamento da liberdade dos administradores da sociedade emissora, por meio, especial, mas não exclusivamente, do estabelecimento de rigorosos *covenants*<sup>297</sup>. Por outro lado, é preciso sopesar que a escritura de emissão exerce uma função especial de proteção ao crédito dos debenturistas – um dos vértices da lógica comercial –, e o rigor de suas condições dependerá do risco de inadimplemento que a emissora apresentar.

Assim, imprescindível destacar a existência de uma linha tênue entre abuso e proteção ao crédito que deve ser cuidadosamente analisada pelo aplicador do Direito, levando em consideração não somente as cláusulas da escritura de emissão, mas todo o contexto que envolve o negócio jurídico entabulado. O dispositivo em comento deve ser muito bem dosado pelo intérprete para não desestimular a emissão, tanto privada como pública, de debêntures.

---

<sup>297</sup> Além da situação de controle externo que pode ser exercida por debenturistas (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*, 2014, p. 79), determinadas condições da escritura de emissão, como específicos *covenants*, podem se tornar poderoso instrumento de constrição à emissora (TUNG, Frederick. *Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance*, 2009, p. 37-41).

## CAPÍTULO 6

### CONCLUSÕES

A partir da análise empreendida, deve-se concluir que as operações privadas geram importantes efeitos para a interpretação de escrituras de emissão. Entretanto, ainda que permitido pela legislação e debêntures ser efetivamente lançadas no mercado, tanto no ambiente público como no privado, a doutrina pouco se debruçou sobre as diferenças existentes entre esses contextos e seus efeitos à caracterização desse título e da escritura de emissão, atentando-se mais aos casos de emissões no mercado de capitais.

Nesse sentido, podemos observar que a doutrina, em sua ampla maioria, aponta a debênture como um título de dívida a ser emitido em larga escala para possibilitar que o seu emitente capte grande monta de recursos perante inúmeros investidores. Por se tratar de negócio massificado, a escritura de emissão, componente do *iter* procedimental para a colocação desse título no mercado, é compreendida como um documento cujo conteúdo é unilateralmente concebido pela companhia emissora mediante adoção de cláusulas-modelo, cabendo aos interessados a mera adesão a esses termos propostos por meio da subscrição dos respectivos títulos.

Daí se tratar a relação de dívida entre emissora e debenturistas, estabelecida após a subscrição, como de um contrato de adesão. Com efeito, os custos de transação para que uma captação de recursos em massa ocorra não permitem a negociação entre companhia e interessados. Para tornar o negócio cabível, cabe à companhia conceber as regras do jogo dos títulos conforme a prática usual do mercado, observadas as normas mais rígidas de proteção ao investidor, e oferecê-los a um número indeterminado de interessados.

O ambiente privado, por sua vez, apresenta outra perspectiva. Trata-se de colocação de debêntures para um ou poucos agentes econômicos determinados. Aqui, os custos de transação são menores e os interesses dos debenturistas são mais concentrados, o que leva os agentes a barganhar os termos e as condições da escritura de emissão de debêntures antes de os títulos serem subscritos. Por essa razão, a autonomia privada neste contexto desfruta de maior espaço de atuação.

Nesse sentido, considerando sua natureza abstrata, as formas pelas quais podem ser ofertadas e a possibilidade legal de apresentarem qualidades próximas a de um título de participação, nem sempre as debêntures atuarão como valores mobiliários de dívida,

tampouco será a relação entre companhia e debenturistas um contrato de adesão – muito embora legalmente caiba tão somente à companhia formalizar a escritura de emissão.

A análise dos casos concretos nos itens 4.4.1 e 4.4.2 ofereceu-nos substrato fático a respeito dessas considerações. Enquanto as debêntures emitidas por Rumo e Movida se apresentam como genuínos valores mobiliários de dívida, que são negociadas no mercado de capitais e garantem a seus detentores o pagamento de juros remuneratórios e amortização, as emitidas por F(X) e Redspark, em operações privadas e subscritas por um único debenturista, contêm qualidades extraordinárias que conferem a seu detentor poder de veto em matérias sensíveis à administração do negócio da emissora e a possibilidade de conversão dos títulos em participação no capital social com as bases do futuro acordo de acionistas já previamente acordadas.

Notam-se, de um lado, debêntures com qualidades genéricas de um título de dívida que circulará no mercado de capitais e, de outro, títulos especificamente criados para atender a uma particular finalidade econômica dos agentes envolvidos. Ademais, se o conteúdo das escrituras de emissão foi concebido unilateralmente por Rumo e Movida a partir do modelo da Anbima, os demais foram elaborados em conjunto entre companhia e debenturista e suas condições são fruto de um processo de barganha.

Apesar de não ser uma regra, é possível compreender que, entre um contexto e outro de oferta de debêntures, existe o privado que oferece um ambiente mais propício para que as partes ajustem as características da debênture e as condições da escritura de emissão consoante seus particulares interesses no caso concreto, podendo *a finalidade econômica dos títulos e a relação entre companhia e debenturistas* não se adequar ao que propaga boa parte da doutrina comercial a respeito do tema – haja vista que a lente de análise, na grande maioria das vezes, são apenas as operações públicas. Daí os importantes efeitos para a interpretação de escrituras de emissão que as operações privadas geram.

Sem se esquecer das diretrizes estabelecidas pela Lei das S.A. – sobretudo para a verificação da validade do pacto ou de determinada disposição –, entendemos, sob o panorama apresentado, que as disposições da escritura de emissão realizada para ofertar *publicamente* debêntures devem ser interpretadas e aplicadas de maneira mais restrita em comparação com as que regem emissão *privada*.

Isso porque, na grande maioria dos casos, essas condições emergirão de cláusulas-modelo objetivadas pelo mercado, abrindo as partes mão do exercício da autonomia privada em prol da previsibilidade decorrente da adoção dos usos e costumes vigentes. Assim, a

preocupação do intérprete deverá centrar-se na finalidade e estrutura do negócio em si, pois costuma apresentar um alto nível de padronização, uma vez se tratar de um negócio de massa. Por seu turno, as escrituras de emissão privada de debêntures apresentam um grau de especificidade maior por disciplinarem interesses individuais. Eis a importância de se adotar uma interpretação subjetiva nesses casos, pois, além de levar as cláusulas da escritura em consideração, preocupa-se com os interesses, as intenções manifestadas e os comportamentos dos agentes que efetivaram o negócio.

As considerações apresentadas neste trabalho também interferem na aplicação dos artigos do Código Civil relacionados à interpretação dos negócios jurídicos às escrituras de emissão, considerando, ainda, sua natureza comercial. Para trabalharmos esse ponto, selecionamos os arts. 112, 113, 422, 423 e 157 do referido diploma legal, que tratam, respectivamente, da intenção nas declarações, da boa-fé e dos usos do lugar de celebração, da interpretação a favor do aderente e da lesão. Em primeiro lugar, para cada um desses artigos, harmonizamos a lente de análise para adequar sua aplicação a um instituto comercial, consoante as lições de PAULA A. FORGIONI. Afinado esse entendimento, passamos a aplicá-lo às escrituras de emissão.

Com relação ao art. 112, o intérprete deve buscar a intenção *comum* das partes a partir da finalidade econômica pretendida com a emissão de debêntures. Nesse ponto, a principal consideração é que a debênture não cumprirá invariavelmente uma função de título de dívida. Como observado nos casos do item 4.4.2, esse título pode estabelecer direitos que se aproximam daqueles conferidos por títulos de participação. Nesse sentido, destaca-se que a escritura de emissão não regerá, única e exclusivamente, uma relação de intercâmbio de capital financeiro entre devedor e credor. É possível que haja casos em que o objetivo comum entre as partes pode construir uma dependência recíproca entre elas, emergindo com mais vigor a cooperação e seus deveres laterais para que o fim da emissão de debêntures seja exaurido.

A respeito da boa-fé e dos usos do lugar da celebração, consoante previsto pelos arts. 113 e 422 do Código Civil, deve o intérprete resguardar a aplicação da boa-fé *objetivada* conforme a prática usual do mercado. Para tanto, é preciso reconhecer que, enquanto os usos e costumes relacionados às colocações públicas de debêntures estão, no mais das vezes, incorporados nas próprias condições da escritura de emissão via utilização de cláusulas-modelo, os concernentes às operações privadas devem ser investigados caso a caso, dada a heterogeneidade das relações que pode ser estabelecida nesse contexto.

Sobre a regra estampada no art. 423 do Código Civil, sua devida aplicação prescinde do reconhecimento da premissa de que existem diferentes contextos de emissão de debêntures. Se tomarmos referida regra para aplicação em benefício ao obrigado, e não ao aderente, é preciso compreender que, nos casos de emissões públicas, geralmente é o próprio obrigado – a companhia – que estabelece as condições da escritura de emissão. Nesse caso, não vislumbramos margem para aplicação do art. 423, eis que, do contrário, abrir-se-ia a possibilidade de reclamação do conteúdo obrigacional por aquele que as elaborou. Por outro lado, se assumirmos que existem casos em que os termos da escritura de emissão tenham emergido de um processo de barganha entre as partes, entendemos que poderá haver margem de interpretação mais favorável à companhia.

Ainda sobre o art. 423, a aplicação de sua regra em benefício do aderente exige do aplicador do Direito a assimilação da mesma premissa. Nem sempre o debenturista será um mero aderente ao conteúdo proposto unilateralmente pela companhia. Ainda que o seja, é preciso ter parcimônia em sua aplicação para que não haja uma “consumerização” da relação entre companhia e debenturistas, uma vez que estes subscrevem ou adquirem esses títulos no mercado de capitais para fins de investimento.

Por fim, para a aplicação do instituto da lesão, nos termos do art. 157 do Código Civil, deve o intérprete entender se o conteúdo da escritura de emissão é resultado de negociações entre os envolvidos ou se foi elaborado unilateralmente pela companhia. Nesta última hipótese, compreendemos não ser possível a aplicação da lesão. No primeiro, entretanto, pode haver situações em que a companhia assumirá obrigações manifestamente desproporcionais, sobretudo nos casos em que apresentar grave situação econômico-financeira. Por outro lado, deve-se sopesar que as cláusulas da escritura de emissão exercem uma função especial de proteção ao crédito e seu rigor dependerá do risco de inadimplemento que a emissora apresentar. Assim, deve esse dispositivo legal ser delicadamente dosado no caso, devendo sua aplicação mirar nas circunstâncias de claro e evidente abuso de direito, para não desvirtuar a finalidade econômica dos títulos.

Diante dessas considerações, conclui-se que a debênture e a escritura de emissões apresentam nuances capazes de influenciar e alterar o modo de sua interpretação. Nosso propósito foi expor algumas dessas particularidades, ainda não enfrentadas de maneira específica pela doutrina ou por tribunais, e destacar seus efeitos ao aplicador do Direito. Considerando um cenário com poucas decisões judiciais a respeito e de pouca produção científica elaborada sobre o tema, buscou-se uma sistematização dos fundamentos jurídicos para subsidiar a atividade do intérprete, tanto no tocante às escrituras celebradas em operações

de emissões privadas como àquelas realizadas para reger emissões no mercado de capitais, de modo a subjugar o fundamento econômico dessas operações e estabelecer segurança e previsibilidade na utilização da debênture, independentemente de seu contexto de emissão.

## REFERÊNCIAS

ABAMEC. *III Seminário – Debêntures e sua importância no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo, maio 1982.

ABREU, Ari Ferreira de. *Um estudo sobre a estrutura de capital e a política de dividendos considerando a tributação brasileira*. 2004. 216 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo: FEA/USP, 2004.

AKIRA, Chinen. *Commercial paper: novo título de valor mobiliário no processo de globalização da econômica*. São Paulo: Atlas, 1996.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do direito comercial*. Sorocaba: Minelli, 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda, 2009.

ASSOCIAÇÃO Nacional das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. *Boletim de Mercado de Capitais*, maio 2018. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt-br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/>. Acesso em: 27 jun. 2018.

ASSOCIAÇÃO Nacional das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. *Guia Anbima*. Orientação para Escrituras de Debêntures. São Paulo: Anbima, 2015. Disponível em: [http://www.anbima.com.br/data/files/60/87/91/E9/602085106351AF7569A80AC2/GuideOrientacaoparaEscriturasdeDebentures-29-10-15\\_1\\_.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/60/87/91/E9/602085106351AF7569A80AC2/GuideOrientacaoparaEscriturasdeDebentures-29-10-15_1_.pdf). Acesso em: 3 jul. 2018.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4. ed. atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10.01.2002). São Paulo: Saraiva, 2002.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. *Sociedade anônima atual: comentários e anotações às inovações trazidas pela Lei n.º 10.303/01 ao texto da Lei n.º 6.404/76*. São Paulo: Atlas, 2004.

BARROS MONTEIRO, Washington de. *Curso de direito civil*. Direito das obrigações. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1965. v. 2.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.



BORGES, José Eunápio. *Títulos de crédito*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1971.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants – instrumento de garantia em project finance*. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 5, p. 123-135, maio/ago. 1999.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/0499. Relator: Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos. Julgamento: 28.08.2003.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM RJ n.º 2005/4105. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgamento: 06.12.2005.

BRASIL. Medida Provisória n.º 517, de 30 de dezembro de 2010. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, 31 dez. 2010. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2010/Exm/EMI-194-MF-MDIC-MC-MCT-MEC-MME-MP-MPV-517-10.htm). Acesso em: 18 maio 2018.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n.º 784.881/CE. Terceira Turma. Ministro Relator: Carlos Alberto Menezes Direito. Julgamento: 04.05.2006. Data de publicação: 18.12.2006.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. REsp n.º 1.162.117/SP. Quarta Turma. Ministro Relator: João Otávio de Noronha. Julgamento: 04.09.2012. Data de publicação: 20.11.2014.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Agravo de Instrumento n.º 2223455-49.2018.8.26.0000. 2.ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. Foro Central Cível – 2.ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais. Relator: Des. Ricardo Negrão. Julgamento: 25.02.2019. Data de Registro: 27.02.2019.

BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1980.

BULGARELLI, Waldirio. *Questões de direito societário*. São Paulo: RT, 1983.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Emissão pública de debêntures por sociedade de propósito específico. Utilização dos recursos captados na citada emissão para antecipar, a clube de investimentos de empregados do sistema Telebras, recursos correspondentes ao valor das ações adquiridas no processo de privatização da Telebras. Estruturação da operação. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 103-116.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1934. v. IV, Livro II.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN Fernando. *Sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 2018. v. III. (Coleção Tratado de direito empresarial.)

CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero de (coord.). *Introdução ao mercado de capitais*. Coordenação. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei n.º 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 2.

COMPARATO, Fábio Konder. A natureza da sociedade anônima e a questão da derogabilidade das regras legais de quórum nas assembleias gerais e reuniões do conselho de administração. *In: COMPARATO, Fábio Konder. Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder. As ações de sociedade anônima como valores mobiliários – natureza e efeitos do registro acionário. *In: COMPARATO, Fábio Konder. Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COUTINHO, Luciano. O papel do BNDES na economia brasileira. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 41, p. 42-48, jul./set. 2008.

COUTO E SILVA, Clóvis V. do. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contrato entre sócios: interpretação e direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CVM. Nota explicativa à Instrução CVM n.º 404, de 13 de fevereiro de 2004. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/notas-explicativas/anexos/nota404.pdf>. Acesso em: 27 jul. 2019.

DE CHIARA, José Tadeu. Debêntures. *In: MARTINS, Ives Gandra da Silva; VIDIGAL, Geraldo de Camargo (coord.). Comentários à Lei das Sociedades por Ações: Lei 6.404/76*. São Paulo: Resenha Universitária/Instituto de Advogados de São Paulo, 1978. v. 5.

DINIZ, Gustavo Saad. Instrumentos de capitalização societária. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, v. 49, p. 6, jan./mar. 2012.

DINIZ, Gustavo Saad. *Instrumentos de capitalização societária*. São Paulo: LiberArs, 2014.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 8.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson. Debêntures. Prazo de prescrição para cobrança judicial. In: YARSHELL, Luiz Flavio; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II, p. 387-400.

EIZIRIK, Nelson. *Lei das S.A. comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. v. I.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FACHIN, Luiz Edson. Boa-fé como itinerário do processo obrigacional, inexigibilidade de dívida e ausência de causa. *Revista dos Tribunais Online*, v. 1, p. 57-89, jan. 2012.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1944. v. 1.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de sociedades mercantis*. 4. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1952. v. 3.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: RT, 2012.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XLII, Nova Série, n. 130, abr./jun. 2003.

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

FREITAS, Bernardo Vianna. Fundos de investimento em participações (FIP) e Fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE). In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimentos: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 161.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: RT, 2010.

GRAU, Eros Roberto. *Ensaio e discurso sobre a interpretação/aplicação do direito*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2003.

GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula A. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sociedade anônima – Assembleia geral extraordinária de debêntures – Emissão – Conversão em ações preferenciais com e sem direito de voto – Direito de recesso dos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXIII, n. 93, p. 114-122, jan./mar. 1994.

GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Capítulo IV.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; ENRIQUES, Luca; HANSMANN; Henry; HERTIG, Gerard; HOPT, Klaus; KANDA, Hideki; PARGENDLER, Mariana; RINGE, Wolf-Georg; ROCK, Edward. *The anatomy of corporate law*. A comparative and functional approach. 3<sup>rd</sup> ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias*. 2. ed. atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A conversão de debêntures em ações e o correspondente aumento do capital social. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004. v. I, p. 99-115.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978. v. 2.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Debêntures. In: LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: RT, 1989. p. 82-94.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004.

LORIA, Eli. Alterações da lei societária pela Lei 12.431/2011. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 53, p. 211-225, jul./ago. 2011.

LUCCA, Newton de. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Pioneira, 1979.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas*. Comentários à lei. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I.

MACEY, Jonathan R.; ENRIQUES, Luca. *Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules*. Faculty Scholarship Series. Paper 1413, 2001. Disponível em: [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1413](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1413). Acesso em: 11 jul. 2019.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Interpretação do negócio jurídico*. São Paulo: Saraiva, 2011.

MARQUES, Evy Cynthia. *A proteção aos credores na Lei n. 6.404/76: análise específica de alguns mecanismos*. 2016. 279 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

MARTINS, Eliseu; LOPES, Alexsandro Broedel. Contabilização de debêntures perpétuas com participação nos lucros. O caso “Tec Toy”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Nova Série, ano L, n. 158, p. 267-279, abr./jun. 2011.

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Artigos 1.º a 105. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. I.

MARTINS, Frans. *Contratos e obrigações comerciais*. 8. ed. rev. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 1986.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 59, set. 1986.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. v. I, t. 2.

MENDES, Octavio. *Da posição jurídica do debenturista em face da fallencia*. 1919. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito de São Paulo, São Paulo, 1919.

MENDES, Octavio. *Dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Academica, 1931.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. *Interpretação e integração dos negócios jurídicos*. São Paulo: RT, 1989.

MOREIRA DA SILVA, Fernando César Nimer. *Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação*. 2014, 178 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MOTTA, Rita de Cássia Luz Teixeira. *O conceito de valor mobiliário no direito brasileiro*. 2002. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

NAKASONE, William Joji. *O financiamento de inovações por meio do venture capital: adequação dos instrumentos jurídicos brasileiros*. 2013. 133 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

PINTO JR., Mario Engler. Debêntures. Direitos de debenturistas. Comunhão e assembleia. Agente fiduciário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXI, n. 48, p. 25-37, out./dez. 1982.

PITTA, André Grüspon. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. *In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). Sociedade limitada contemporânea.* São Paulo: Quartier Latin, 2013. (Coleção IDSA.)

PITTA, André Grüspon. A problemática intersecção entre títulos de crédito e valores mobiliários. *Revista dos Tribunais Online*, Rio de Janeiro, v. 6, p. 111-132, jul./ago. 2014.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito cambiário.* Letra de câmbio. São Paulo: Max Limonad, 1954. v. I.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado.* Parte Especial. Direito das Obrigações. Títulos ao portador (continuação). Títulos nominativos. Títulos endossáveis. Atualizado por: Alcides Tomasetti Jr. e Rafael Domingos Faiardo Vanzella. São Paulo: RT, 2012. t. XXXIII.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial.* São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

RIGER, Martin. The trust indenture as bargained contract: the persistence of myth. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 16, n. 211, p. 216, 1991.

ROCCA, Carlos. Financiamento do investimento no Brasil e o papel do mercado de capitais. *In: ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de; CAGNIN, Rafael Fagundes (org.). BNDES, mercado de capitais e o financiamento de longo prazo no Brasil.* São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI, 2018. Disponível em: [https://www.iedi.org.br/media/site/artigos/20181128\\_bndes.pdf](https://www.iedi.org.br/media/site/artigos/20181128_bndes.pdf). Acesso em: 7 jul. 2019.

RODRÍGUEZ, Luis de Angulo. *La financiación de empresas mediante tipos especiales de obligaciones.* Bologna: Publicaciones del Real Colegio de Españã en Bolonia, 1968.

RUSSEL, Alfredo. *Curso de direito commercial brasileiro.* Rio de Janeiro: Livraria Scientifica Brasileira Süsskind de Mendonça & Cia, 1924. t. II.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Uma contribuição ao estudo das debêntures.* 1986. 205 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 1986.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves acenos para uma análise estruturalista do contrato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 141, jan./mar. 2006.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário.* São Paulo: Atlas, 2011.

SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento.* 2009. 326 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

SHADAB, Houman B. Interpreting indentures: how disequilibrium economics and financial asset specificity support narrow interpretation. *Southern California Law Review*, v. 75, n. 3, p. 763-790, Mar. 2002.

SILVA, Leonardo Toledo da. *Contratos de aliança*. Direito empresarial e ambiente cooperativo. 2014. 384 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014

SOUZA, H. Inglês de. *Títulos ao portador no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1898.

SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Nova Série, ano XLI, n. 126, p. 19, 2002.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. A conversão de debêntures em ações e o aumento do capital social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXIII, n. 54, p. 131-133, 1984.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. I.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz. *O elo perdido*. O mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil: *avaliação e propostas*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – Iedi/Instituto Talento Brasil, 2012. Disponível em: <http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>. Acesso em: 27 jun. 2018.

TUNG, Frederick. Leverage in the board room: the unsung influence of private lenders in corporate governance. *UCLA Law Review*, v. 57, Issue 1, p. 115-182, May 2009. *Emory Public Law Research Paper*, n. 9-54; *Emory Law and Economics Research Paper*, n. 9-43. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1356662>. Acesso em: 4 set. 2018.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Comentários ao Decreto-lei n.º 2.627, de 26 de setembro de 1940. Rio de Janeiro: Forense, 1942. v. I.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. 3. reimpr. Milano: Vallardi, 1934. v. III.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo; MARTINS, Ives Gandra da Silva (coord.). *Comentários à Lei das Sociedades por Ações: Lei n.º 6.404/76*. São Paulo: Ed. Resenha Universitária, Instituto dos Advogados de São Paulo, 1978.

WALD, Arnoldo. O regime jurídico da comunhão de debenturistas e as condições de validade e oponibilidade das deliberações assembleares. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 94, p. 5-12, abr./jun. 1994.

YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil. *In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro et al. (coord.). Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

### Referências complementares

ALMEIDA, Júlio Sergio Gomes de; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; JACOB, Claudio Avanian; NOVAIS, Luis Fernando; FILLETI, Juliana de Paula. Padrões de financiamento das empresas: a experiência brasileira. *In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da (org.). Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013.

AMARAL, José Romeu Garcia do.; STÊNICO, Rodrigo Nacarato. Sobre a tutela dos debenturistas em juízo. *In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (ccord.). Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. II.

ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. *In: GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago. Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008.

ASSOCIAÇÃO Nacional das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima. *Proposta para a ampliação e o alongamento de prazos no mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil*. São Paulo: Anbima, 2011.

BITTAR, Carlos Alberto. *Direito das obrigações*. 2 ed., rev., atual. e ampl. de acordo com o novo Código Civil. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Debêntures. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XVI, n. 26, p. 135-151, 1977.

BRUDNEY, Victor; CHIRELSTEIN, Marvin A. *Cases and materials on corporate finance*. 2<sup>nd</sup> ed. Mineola: The Foundation Press, 1979.

BULGARELLI, Waldírio. *Contratos mercantis*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2001.



BULGARELLI, Waldírio. *Títulos de crédito*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 1982.

CAMPANA FILHO, Fernando. Assembleia dos debenturistas e problemas relacionados ao direito de voto. In: NOVAES FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e (org.). *Direito societário contemporâneo II*. São Paulo: Malheiros, 2015.

CAMPBELL JR., Rutherford B. Manager's fiduciary duties in financially distressed corporations: chaos in delaware (and elsewhere). *Journal of Corporation Law*, v. 32, Issue 3, p. 491-528, Spring 2007.

COMPARATO, Fábio Konder. As ações de sociedade anônima como valores mobiliários – natureza e efeitos do registro acionário. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada: *nova et vetera*. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

CUNHA, Luciana Gross. Segurança jurídica: *performance* das instituições e desenvolvimento. In: CUNHA, Luciana Gross. *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 131-143.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas: hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DINIZ, Gustavo Saad. *Estudos e pareceres de pessoas jurídicas e da atividade empresarial*. São Paulo: LiberArs, 2013.

FERREIRA, Waldemar. *Instituições de direito comercial*. Rio de Janeiro: Livraria Freitas de Bastos, 1953.

FERREIRA, Waldemar. *Questões de direito comercial (pareceres)*. Segunda série. São Paulo: Typographia Siqueira, 1932.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. In: CINTRA, Marcos Antonio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da (org.). *Financiamento das corporações: perspectivas do desenvolvimento brasileiro*. Brasília: Ipea, 2013.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1988.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Problemas atuais das debêntures. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXII, n. 52, p. 128-135, out./dez. 1983.

HAMILTON, Robert W. *The law of corporations in a nutshell*. St. Paul, Minn.: West Publishing Co., 1996.

KIRSCHBAUM, Deborah. Recuperação judicial e governança corporativa: a relação entre a disciplina jurídica da insolvência e a governança das empresas de grande e médio portes no Brasil. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua (coord.). *Agenda contemporânea*. Direito e economia: 30 anos de Brasil. São Paulo: Saraiva, 2012. t. 3, p. 290-325.

KUMAR, Anjali; FRANCISCO, Manuela. Enterprise size, financing patterns and credit constraints in Brazil: analysis of data from the investment climate assessment survey. *World Bank Working Paper*, n. 49. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=960152>. Acesso em: 27 jun. 2018.

LACERDA, J. C. Sampaio de. *Noções fundamentais sobre sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Editora Nacional de Direito, 1956.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sergio. *Lei das sociedades por ações anotada*. 4. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2012.

MOREIRA, Maurício Mesquita; PUGA, Fernando Pimentel. Como a indústria financia o seu crescimento. Uma análise do Brasil pós-real. *Revista de Economia Temporânea*, v. 5, Edição Especial, 2000.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro *et al.* (coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PARK, James J. Bondholders and securities class actions. *Minnesota Law Review*, v. 99, Issue 2, p. 585-648, Dec. 2014.

PARTNOY, Frank. Financial innovation in corporate law. *Journal of Corporation Law*, v. 31, Issue 3, p. 799-828, Spring 2006.

PAULA, Luiz de. *Debêntures (obrigações)*. São Paulo: Livraria Editôra, 1971.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PRADO, Viviane Muller. Reflexões sobre *enforcement* de normas societárias. In: PRADO, Viviane Muller. *Poder Judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 115-129.

ROCCA, Carlos Antônio; SANTOS JUNIOR, Lauro Modesto; PAES, Marly; FUMAGALLI, Fernando. M. *Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos no Brasil*. Nota CEMEC 05/2017. Instituto IBMEC. Centro de Estudos IBMEC, jun. 2017. Disponível em: <http://codemec.org.br/instituto/wp-content/uploads/2014/10/NOTA-CEMEC-05-2017-PADRAO-DE-FINANCIAMENTO-DOS-INVESTIMENTOS.pdf>. Acesso em: 3 jul. 2018.

RODRIGUES JÚNIOR, Waldery; MELO, Giovani Monteiro. Padrão de financiamento das empresas privadas no Brasil. *Texto para discussão*, Brasília, n. 653, jun. 1999. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td\\_0653.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_0653.pdf). Acesso em: 27 jun. 2018.

ROMANO, Roberta. *Foundations of corporate law*. New York: Foundation Press, 1993.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, W. Randolph; JEFFREY, F. Jaffe. *Administração financeira: corporate finance*. Tradução Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.

SANTOS, J. A. Penalva. Sociedade anônima – Decurso do prazo prescricional ao exercício do direito à percepção das vantagens em favor do debenturista. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XL, n. 124, p. 81-84, out./dez. 2001.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. O mercado de títulos privados de renda fixa no Brasil. *Relatório econômico*. Rio de Janeiro: Andima/Coppead, 2008.

SINGH, Ajit. Corporate financial patterns in industrializing economies: a comparative international study. *International Finance Corporation Technical Paper*, n. 2, IFC Working Paper Series. Washington, D.C.: The World Bank. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/en/858011468739577096/Corporate-financial-patterns-in-industrializing-economies-a-comparative-international-study>. Acesso em: 1.º jul. 2018.

STIGLITZ, Joseph. Government, financial markets and economic development. *Working Paper*, n. 3669, National Bureau of Economic Research, 1991.

TAGGART, Robert A. A model of corporate financing decisions. *The Journal of Finance*, v. 32, n. 5, p. 1467-1484, Dec. 1977.

TENDULKAR, Rohini; HANCOCK, Gigi. Corporate bond markets: a global perspective. *Staff Working of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) Research Department*, v. 1, p. 3, Apr. 2014. Disponível em: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/SW4-Corporate-Bond-Markets-Vol-1-A-global-perspective.pdf>. Acesso em: 27 jun. 2018.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *O BNDES em uma encruzilhada: como evitar sua desmontagem*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI, 2018.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *O crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir?*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI, 2017.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; COSTA, Fernando Nogueira da. Financiamento de longo prazo no Brasil: um mercado em transformação. *Texto para Discussão*, Rio de Janeiro, n. 1843, 2013.

TREVISAN, Marco Antonio. *O oportunismo contratual e os mecanismos jurídicos de governança sob a perspectiva de law & economics e de suas novas questões teóricas*. 2015. 361 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

ZONENSCHAIN, Claudia Nessi. Estrutura de capital das empresas no Brasil. *Revista do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES)*, dez. 1998. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1003.pdf](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1003.pdf). Acesso em: 1.º jul. 2018.