

Inspere
LL. M. Direito Societário

Alan Marques Paula

**Fundamentos da possibilidade de emissão de debênture por sociedade limitada e sua
regulação**

São Paulo

2021

Alan Marques Paula

**Fundamentos da possibilidade de emissão de debênture por sociedade limitada e sua
regulação**

TCC apresentado ao programa de pós-graduação *lato sensu* em LLM de Direito Societário como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Direito Societário.

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Saad Kik Buschinelli

São Paulo

2021

Paula, Alan Marques.

Fundamentos da possibilidade de emissão de debênture por sociedade limitada e sua regulação./
Alan Marques Paula. –São Paulo, 2021.
86 f.

Trabalho de Conclusão de Curso (L.L.M) –Insper, 2021.
Orientador: Prof. Dr. Gabriel Saad Kik Buschinelli

1. Sociedade Limitada. 2. Debênture. 3. Mercado de valores mobiliários.4. Regulação. I. Autor. II. Título

Alan Marques Paula

**Fundamentos da possibilidade de emissão de debênture por sociedade limitada e sua
regulação**

TCC, apresentado ao programa de pós-graduação *lato sensu* em LLM de Direito Societário como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Direito Societário.

Orientador: Prof. Dr. Gabriel Saad Kik Buschinelli

Banca Examinadora

Prof. Dr. Gabriel Saad Kik Buschinelli

Inspere

Nome completo da banca

Instituição

Nome completo da banca

Instituição

Resumo

A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada, submetida à aplicação supletiva da Lei nº. 6.404/1976, é tema de grande debate. Sabe-se que as debêntures são espécie de valor mobiliário e que o mercado de valores mobiliários constitui uma alternativa ao mercado financeiro como instrumento de capitalização de empresas, em especial, daquelas inovadoras e em estágio inicial. Analisando-se a legislação brasileira, constata-se que não há vedação legal à emissão de debêntures por limitadas, somado ao fato que há diversos dispositivos normativos que permitem a emissão de valores mobiliários por esse tipo societário. Ainda qualquer vedação de emissão de debênture pelas limitadas esbarraria na Lei nº. 13.874/2019. Nesse sentido, o exercício da função regulatória da emissão de debêntures por limitadas, de atribuição da CVM, deve ser feito adotando-se um modelo regulatório mais flexível, inspirado na *Regulation 4* do direito norte-americano.

Palavras-chave: Sociedade limitada. Debêntures. Mercado de valores mobiliários. Regulação.

Abstract

The possibility of issuing debentures by a limited liability company, subject to the supplementary application of Law no. 6.404/1976, is the subject of great debate. It is known that debentures are a type of security and that the securities market is an alternative to the financial market as a capitalization instrument for companies, especially those that are innovative and in the initial stage. Analyzing the Brazilian legislation, it be noted that is no legal prohibition on the issuance of debentures by limited liability companies, in addition to the fact that there are several normative provisions that allow the issuance of securities by this type of company. In addition, any prohibition on the issue of debentures by the limited liability companies it's against the Law nº. 13.874/2019. In this sense, the exercise of the regulatory function of the issuance of debentures by limited liability companies, assigned by the CVM, must be carried out by adopting a more flexible regulatory model, inspired by Regulation 4 of US law.

Keyword: Limited liability company. Debentures. Securities market. Regulatory.

Lista de abreviaturas e siglas

AIR -	Análise de Impacto Regulatório
BACEN -	Banco Central do Brasil
BCB -	Banco Central do Brasil
CCB -	Cédula de Crédito Bancário
CDB -	Cédulas de Crédito Bancário
CET -	Custo Efetivo Total
CNJ -	Conselho Nacional de Justiça
CVM -	Comissão de Valores Mobiliários
IHHn -	Índice Herfindahl-Hirschman Normalizado
IOF -	Imposto sobre Operações Financeiras
LLM -	Latin Legum Magister
LSA -	Lei das Sociedades por Ações; Lei das S.A.
MP -	Medida Provisória
NCA -	Notas Comerciais do Agronegócio
RC5 -	Razão de Concentração dos Cinco Maiores
REB -	Relatório de Economia Bancária
SA -	Sociedade por Ações
SDM -	Sistema de Decisões Monocráticas
SEC -	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
SEP -	Sociedade de Propósito Específico
SFN -	Sistema Financeiro Nacional

Sumário

1. INTRODUÇÃO	9
2. SOCIEDADE LIMITADA.....	14
2.1. Definição jurídica.....	14
2.2. Análise da sociedade limitada dentre as classificações tradicionais dos tipos societários	14
2.3. Disciplina jurídica	15
3. DEBÊNTURES	16
3.1. Conceito e natureza jurídica.....	17
3.2. Função e atrativos das debêntures	20
3.3. Espécies e garantias.....	21
3.4. Criação, emissão, circulação e extinção das debêntures.....	23
4. O FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS.....	27
4.1. Porque é necessário capitalizar sociedades e sua dificuldade nos estágios iniciais da empresa.	27
4.2. Função e importância do mercado de valores imobiliários.....	29
4.3. A regulação do mercado de valores mobiliários	36
5. A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS.....	41
5.1. Argumentos contrários à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas.....	41
5.2. Argumentos favoráveis à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas	42
6. A PREVISÃO DE EMISSÃO DE DEBÊNTURE NO TEXTO DA MEDIDA PROVISÓRIA N.º 881/19 e O PROJETO DE LEI N.º 3.324/20.....	56
7. PROPOSTA DE REGULAÇÃO DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR LIMITADAS.	64
8. CONCLUSÃO.....	71
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	80

1. INTRODUÇÃO

O tema objeto do presente trabalho é a verificação da possibilidade de emissão de debêntures por sociedade de responsabilidade limitada, como forma de financiamento desse tipo societário.

É sabido que o financiamento é uma questão fundamental no sucesso de uma sociedade e pode se dar em diversas modalidades. Além da autocalcapitalização, modalidade de financiamento com a utilização de lucros não distribuídos, com o emprego de recursos da própria sociedade, há as demais formas de financiamento com a utilização de recursos de terceiros – como terceiros, entendemos todos aqueles que não a própria sociedade, o que incluiu, até mesmo, seus sócios –, como a contratação de mútuo, a emissão de títulos de dívida no mercado (tais como debêntures e *comercial papers*) e a emissão de novas ações com o consequente aumento do capital social.

Ocorre que são poucas as empresas que possuem uma situação financeira que lhes permitam se autofinanciar. Ademais, a contratação de mútuo pode apresentar um custo mais elevado, em especial, quando se trata de grandes quantias, e, por fim, o exercício da atividade empresarial pelo tipo societário sociedade anônima (que proporciona um portfólio maior de oportunidades de financiamento), ainda que na modalidade fechada, apresenta alto custo para a grande parte dos empresários. Assim, a emissão de títulos de dívida por parte das sociedades, em especial as debêntures, é mais uma alternativa ao financiamento empresarial.

Dentre as várias espécies de títulos mobiliários temos a debênture, título emitido pela sociedade em favor de investidor que lhe empresta recursos, representativo desse empréstimo e que assegura a seus detentores direito contra a sociedade emissora, estabelecidos na escritura de emissão¹. De acordo com a Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976a)², que regula a emissão e a distribuição de valores mobiliários no mercado de capitais, a debênture possui a natureza jurídica de valor mobiliário.

Ademais, a debênture, entre nós, está disciplinada na Lei n.º 6.404/76 (BRASIL, 1976b)³, que, por sua vez, trata da sociedade anônima e, assim, é utilizada com bastante frequência por sociedades que se enquadram nesse tipo societário. Todavia, conforme já

¹ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. Posição 808.

² BRASIL. **Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

³ BRASIL. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

afirmado, busca-se neste trabalho, a análise da viabilidade de sua emissão por sociedades limitadas.

A grande maioria das sociedades empresárias brasileiras são constituídas na forma de sociedades de responsabilidade limitada, cuja disciplina jurídica está inserida nos artigos 1.052 a 1.087 do Código Civil (BRASIL, 2002)⁴, sendo que esse mesmo diploma legal preconiza que, na ausência de normatividade sobre as sociedades limitadas, aplica-se subsidiariamente o regramento das sociedades simples (art. 1.053 do Código Civil) ou, mediante opção dos sócios, inserta no contrato social, a disciplina das sociedades anônimas (art. 1.053, parágrafo único do mesmo diploma legal).

A sociedade limitada é tipo societário híbrido, considerando a tradicional classificação dicotômica das sociedades entre de capital e de pessoas⁵. Melhor explicando, seus sócios possuem responsabilidade limitada ao valor de suas quotas (à exceção da responsabilidade solidária pela integralização do capital), à semelhança da responsabilidade limitada ao preço das ações nas sociedades anônimas, e é possível a cessão das quotas, o que são características típicas das sociedades de capital. Entretanto, ao mesmo tempo, é possível que haja restrições à cessão das quotas ou ao ingresso de novos sócios, bem como regras restritivas ao exercício da administração social aos sócios, regras essas que trazem destaque para a importância dos atributos pessoais dos sócios, o que é uma nota essencial das sociedades de pessoas.

A caracterização das sociedades limitadas e a possibilidade legal de aplicação supletiva da lei das sociedades anônimas faz surgir o questionamento quanto à possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, instituto típico das sociedades anônimas. A discussão acerca do financiamento de sociedades limitadas por meio de debêntures é objeto de discussões na doutrina e na prática empresarial há anos.

De um lado, aqueles que defendem a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas sustentam que: a) em face da ausência de proibição legal expressa, aplica-se a regra do artigo 5º, inciso II, da Constituição da República, segundo o qual “[...] ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei” (BRASIL, 1988)⁶; b) a aplicação da regência supletiva da Lei das Sociedades por Ações (BRASIL,

⁴ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

⁵ PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luíz André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Sociedade Limitada Contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

⁶ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**: promulgada em 5 de outubro de 1988. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

1976b)⁷, também conhecida como Lei das S.A. (LSA), é suficiente para reger as emissões para limitadas, sem ferir suas características específicas; e c) a autonomia e a liberdade contratual, ainda mais valorizadas depois da Lei n.º 13.874/19 (BRASIL, 2019a)⁸ – Lei da Liberdade Econômica –, devem ser observadas nas relações empresariais⁹. Ao extrapolar essa linha de argumentação, a própria posituação da possibilidade de emissão de debêntures tornar-se-ia desnecessária, uma vez que o ordenamento atual, ao não proibir a operação, já permitiria a sua realização.

De outro lado, os defensores da impossibilidade de emissão de debêntures por limitadas argumentam que não há regime legal específico sobre o tema. Como as debêntures têm regramento próprio fixado na Lei das S.A., não se pode simplesmente transportar e aplicar suas regras para outro tipo jurídico. Essa interpretação mais restritiva foi adotada pelas Juntas Comerciais do Estado de São Paulo e do Estado do Rio de Janeiro em casos concretos, sob a alegação de que: a) a Lei das S.A. foi expressa ao determinar que debêntures somente podem ser emitidas por “companhias”, o que incluiria exclusivamente sociedades anônimas e em comandita por ações; e b) a aplicação supletiva da Lei das Sociedades por Ações para limitadas depende de invocação expressa, e se limita a preencher lacunas naquilo que for compatível com a natureza da limitada.

Todavia, o tema é bastante atual, uma vez que recentemente, chegou a ser incluído no texto da Medida Provisória n.º 881/19 (BRASIL, 2019b)¹⁰, mas caiu por veto ao longo do trâmite nas Casas do Congresso e não foi disciplinada pela chamada Lei da Liberdade Econômica.

É digno de nota que a Exposição de Motivos da Medida Provisória n.º 881/19 afastou a emissão de debêntures por limitadas sob argumentos inseridos no âmbito da governança corporativa, mas não eminentemente jurídicos, decorrentes de uma suposta incompatibilidade

⁷ *Op. cit.*

⁸ BRASIL. **Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n.ºs 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n.º 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n.º 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n.º 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n.º 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

⁹ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. Posição 4096.

¹⁰ BRASIL. **Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/medida-provis%C3%93ria-n%C2%BA-881-de-30-de-abril-de-2019-86041647>. Acesso em: 10 nov. 2021.

do instituto com o tipo societário. Assim, sustentou que faltariam características necessárias ao bom funcionamento desse valor mobiliário, como, por exemplo, um regime informacional adequado ao acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas. Ainda, a Exposição de Motivos indica que empresas de pequeno e médio porte deveriam estruturar-se adequadamente à captação de recursos mediante a migração para o regime das sociedades anônimas e posterior entrada no mercado de capitais.

Todavia, a Lei da Liberdade Econômica teve como finalidade precípua o fomento da atividade empresarial no país, por meio da simplificação de mecanismos jurídicos e da desburocratização de processos. Nesse sentido, o legislador propôs um arcabouço institucional para a atividade empreendedora, buscando promover novos negócios e inovação, não apenas para grandes sociedades e investidores, mas também – e, talvez, principalmente – para empresas de pequeno e médio porte e *startups*.

No mesmo sentido, em junho de 2020, o senador Flávio Bolsonaro apresentou o Projeto de Lei n.º 3.324/20 (BRASIL, 2020)¹¹, para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. O projeto de lei tem como justificativa a “[...] necessidade de ampliar os instrumentos de captação de recursos disponíveis para as sociedades limitadas e cooperativas, ainda mais em tempos de crise decorrentes da pandemia do covid-19”. A tramitação desse projeto de lei no Congresso Nacional provocará intensos debates sobre o tema, o que demonstra sua atualidade.

A novel legislação ganha importância ainda maior ao se considerar que o Brasil conta com inúmeras empresas pequenas, muitas delas em estágio embrionário e *startups* sem liquidez e capital de giro robusto, carecendo de alternativas de financiamento.

Outrossim, a debênture é espécie de valor mobiliário, cujo mercado de negociação – mercado de valor mobiliário – é analisado neste trabalho como uma ferramenta alternativa de capitalização da empresa, que apresenta vantagens em comparação ao mercado financeiro tradicional.

Nesse contexto, nos últimos anos, várias medidas foram tomadas para maior diversificação do portfólio de alternativas para financiamento de sociedades limitadas, incluindo a possibilidade de emissão de notas promissórias e cédula de crédito bancário (CCB) para distribuição ou negociação pública – artigo 33 da Instrução CVM n.º 480/09 (BRASIL,

¹¹ BRASIL. **Projeto de Lei n.º 3.324, de 2020**. Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8121372&ts=1630440523665&disposition=inline>. Acesso em: 10 nov. 2021.

2009a)¹² e artigo 2º da Instrução CVM n.º 566/15 (BRASIL, 2015)¹³ – e a permissão para que fundos de investimento em participações invistam diretamente em limitadas – artigo 5º da Instrução CVM n.º 578/16 (BRASIL, 2016)¹⁴. Entretanto, o financiamento de limitadas por meio da emissão de debêntures ainda não encontra positividade no ordenamento nacional.

Em arremate, considerando que as debêntures são espécie de valor mobiliário e que incumbe à CVM promover a sua disciplina legal, através da regulação estatal, sugere-se a adoção de elementos da legislação norte-americana sobre a disciplina de ofertas limitadas de formação de capital, prevista na *Regulation D*, em comparação à Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁵, que trata da emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com esforços restritos.

¹² BRASIL. **Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

¹³ BRASIL. **Instrução CVM n.º 566, de 31 de julho de 2015**. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de nota promissória. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

¹⁴ BRASIL. **Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

¹⁵ BRASIL. **Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

2. SOCIEDADE LIMITADA

2.1. Definição jurídica

A sociedade limitada, como tipo societário autônomo, surgiu na Alemanha, em 1892, fruto de iniciativa parlamentar, ao contrário dos demais tipos societários, que se originam da própria atividade econômica e são “formalizados” pela legislação.

Entretanto, o surgimento da sociedade limitada decorreu de iniciativas de simplificação da sociedade anônima, como foi na Inglaterra com a *limited by shares*, prevista no *Companies Act* de 1862, e na França com a *société à responsabilité limitée* de 1863, com a finalidade de serem utilizadas em empreendimentos que não demandam investimentos maciços.

No Brasil, a primeira tentativa de criação desse tipo societário se deu em 1865, por intermédio de projeto do Ministro da Justiça, Joaquim Nabuco, que, entretanto, foi rejeitado, em 1867, pelo Imperador Dom Pedro II, após perder o apoio do Conselho de Estado.

A gênese da sociedade limitada, como uma derivação da sociedade anônima para empreendimentos que demandam investimentos menores, reflete em seus fundamentos a legislação e sua natureza.

Interessante trazer à baila o conceito do ilustre Fran Martins¹⁶, *in verbis*:

Sociedades limitadas são aquelas formadas por duas ou mais pessoas, cuja responsabilidade é identificada pelo valor de suas quotas, porém todos se obrigam solidariamente em razão da integralização do capital social. Há uma responsabilidade solidária pelo total do capital social.

2.2. Análise da sociedade limitada dentre as classificações tradicionais dos tipos societários

A sociedade limitada pode ostentar a natureza de capital ou social, de acordo com a vontade dos sócios, a ser definida no contrato social. Em regra, o tipo societário define sua natureza, por exemplo, uma sociedade anônima será sempre de capital, por ser irrelevante para a sociedade o atributo pessoal do sócio. Entretanto, na sociedade limitada, isso dependerá do disposto no contrato social.

Devemos lembrar que a sociedade de pessoa é aquela em que o atributo pessoal do sócio – as características subjetivas – é indispensável para o desenvolvimento da sociedade. Essa afinidade entre duas ou mais pessoas, que acaba por culminar no interesse de se associarem para a realização de um mesmo fim, é o que se chama de *affectio societatis*.

¹⁶ MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial / Atual**. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 219.

Destaca-se que a averiguação da natureza da sociedade limitada se faz, no contrato social, sobretudo, na cláusula que dispõe sobre as **condições para a alienação das quotas sociais**. Se o contrato exigir que a alienação das quotas por um sócio depende do consentimento dos demais, estar-se-á diante de uma sociedade de pessoas. Se o contrato não exigir essa autorização, será uma sociedade de capital.

Interessante notar que, caso o contrato social seja omissivo, esse critério será inócuo, o que define que a sociedade será de pessoa, pois, na omissão do contrato social, aplica-se o regramento do artigo 1.057 do Código Civil (BRASIL, 2002)¹⁷, preconizando que o sócio pode ceder sua quota a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social.

Além disso, ela é uma sociedade contratual, pois o seu ato constitutivo é um contrato social.

2.3. Disciplina jurídica

A legislação aplicável à sociedade limitada é o Código Civil (BRASIL, 2002)¹⁸, em específico, na Parte Especial, Livro II, Título II, Subtítulo II, Capítulo IV, entre os artigos 1.052 a 1.087.

Entretanto, no caso de omissões do Código Civil, a disciplina legislativa é sujeita aos dispositivos legais aplicáveis às sociedades simples, ou, se previsto expressamente no contrato social, a dispositivos legais da Lei das Sociedades Anônimas, Lei n.º 6.404/1976 (BRASIL, 1976b)¹⁹. Conforme preconiza o artigo 1.053, do Código Civil:

Art. 1.053. A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples.

Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima (BRASIL, 2002)²⁰.

Insta salientar uma particularidade na aplicação supletiva das regras da sociedade anônima à sociedade limitada a qual se dá apenas quando se tratar de **matéria contratual**, isto é, **negociável entre os sócios**, para que não haja um desvirtuamento do tipo societário. Exemplificando: caso haja uma dúvida sobre a possibilidade de se atribuir poder de voto a quotas não integralizadas, situação em que a legislação das sociedades limitadas é omissa, será

¹⁷ *Op. cit.*

¹⁸ *Op. cit.*

¹⁹ *Op. cit.*

²⁰ *Op. cit.*

possível a aplicação do artigo 110 da Lei n.º 6.404/1976 (BRASIL, 1976)²¹, que permite atribuir poder de voto à quota não integralizada, na medida que concede o direito de voto à ação ordinária. Essa última questão refere-se à matéria passível de negociação entre os sócios, sendo permitida a aplicação supletiva da Lei das Sociedades Anônimas.

É importante frisar que a aplicação da Lei das Sociedades Anônimas será supletiva, de forma que somente será aplicável naquilo que for compatível com o regramento da sociedade simples previsto no Código Civil.

Uma outra particularidade reside no fato de que, quanto à constituição e dissolução da sociedade limitada, é vedada a aplicação supletiva da Lei das Sociedades Anônimas, e o motivo é bastante simples: sendo a sociedade limitada contratual e a sociedade anônima institucional, as formas de constituição delas são diversas, e, portanto, torna-se incompatível a aplicação da disciplina de uma a outra, de maneira que é inviável a aplicação supletiva de regras de dissolução, pois esta deve corresponder à constituição da sociedade.

A partir da possibilidade de aplicação supletiva da LSA às sociedades anônimas, defende-se a possibilidade de emissão de debêntures por tal tipo societário, quando há a previsão contratual de regência supletiva pela LSA, uma vez que essa modalidade de valor mobiliário foi prevista nesse diploma legal.

3. DEBÊNTURES

²¹ *Op. cit.*

“Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia-geral.”

3.1. Conceito e natureza jurídica

O art. 52 da Lei das S.A. estabelece que “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado” (BRASIL, 2001b)²².

Todavia, antes de definir um conceito preciso das debêntures é interessante analisar sua natureza jurídica, como se passa a fazer.

As primeiras teorias a respeito da natureza jurídica das debêntures a definiam como uma espécie de contrato de mútuo, a qual consistiria em um título que comprova a existência de um mútuo firmado entre a companhia que a emite – mutuária – e o debenturista – mutuante – de forma que esse último passa a ter o direito de crédito realizado por meio do recebimento de uma remuneração periódica que remunera o capital (que o debenturista colocou à disposição da sociedade) e sua restituição com base no valor nominal inscrito no título. Para essa teoria, os debenturistas são somente credores da sociedade e a debênture apenas lhes conferem um direito de crédito em face da sociedade o que as distinguem das ações, que, por sua vez, conferem aos seus titulares os direitos inerentes ao *status socii*.

Alguns, como Tavares Guerreiro e Egberto Teixeira, citados por José Romeu Garcia do Amaral²³, inserem as debêntures numa categoria especial de mútuo, em razão da forma de sua emissão, na qual o valor total da quantia mutuada é fracionado em partes iguais, no próprio título, de modo a permitir que diversos interessados possam ser titulares de debêntures de uma mesma emissão. Ainda, haveria a peculiaridade de que as debêntures, para serem emitidas, exigem a aprovação da assembleia geral (ou, atualmente, por deliberação do conselho de administração), o que não é exigido para o mútuo, salvo previsão estatutária em contrário.

A primeira crítica que se faz à definição das debêntures como espécie de mútuo é que elas podem ser emitidas por outros motivos que não a capitalização de recursos à sociedade, como, por exemplo, o pagamento ou resgate de dívidas anteriores da sociedade ou o pagamento de obras e serviços no interesse desta. Há, ainda, a emissão de debêntures perpétuas, cujo vencimento ocorre apenas em caso de inadimplemento do pagamento dos juros ou dissolução da companhia, sem que haja a necessidade de restituição da quantia mutuada. Outra justificativa da emissão de debêntures, que chama atenção, é a sua manutenção em tesouraria pela sociedade

²² BRASIL. **Lei n.º 10.303, de 10 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2. Acesso em: 10 nov. 2021.

²³ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. Posição 4209

emissora, o que desnatura o caráter mutualístico das debêntures, ainda que de forma temporária, pois há a confusão entre credor e devedor. Por fim, as debêntures conversíveis em ações conferem ao seu titular um direito de participação nos lucros sociais, o que extrapola o mero direito de recebimento do capital posto à disposição da sociedade e sua remuneração.

Com o advento da teoria dos títulos de crédito, os estudiosos passaram a atribuir às debêntures essa natureza jurídica, em especial, após a publicação da Lei das S.A., que, no art. 52, acima mencionado, traz expressamente a noção de que as debêntures conferem aos seus titulares um direito de crédito em face da companhia que as emite, que coincide com o conceito de Vivante²⁴ para título de crédito, adotado pelo Código Civil, em seu art. 887, como o documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, que somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.

Todavia, pela classificação dos títulos de crédito feita por Ascarelli²⁵, há um sólido fundamento para afastar a natureza de título de crédito das debêntures. Segundo o jurista italiano, há os títulos emitidos em série, ou em massa, que conferem os mesmos direitos aos seus titulares, dentro de uma mesma série, além de serem fungíveis e, assim, utilizados para pagamento em longo prazo, atribuindo aos seus titulares o direito à prestação periódica, além do reembolso do principal. Já nos títulos individuais, ou singulares, a criação de cada título é em razão de um negócio distinto, de forma que o direito mencionado no título pode divergir do direito que exsurge do negócio que deu causa a sua emissão, sendo, assim, títulos infungíveis, utilizados para pagamento em curto prazo, razão pela qual não preveem o direito à prestação periódica. Ascarelli²⁶ conclui, portanto, que os títulos em série são considerados como valores, objeto de aplicação de capital e especulação.

Dessa forma, as debêntures se afastam da natureza jurídica dos títulos de crédito (ao menos em sentido estrito), em razão e sua emissão em conjuntos homogêneos ou em massa, aproximando, portanto, da natureza dos valores mobiliários.

3.1.1. A definição de valor mobiliário

Embora atualmente as debêntures sejam valores mobiliários por definição legal, passe-se à análise do conceito do que são valores mobiliários. De início, trazemos o conceito dado

²⁴ VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. 5. ed. Milão: Francesco Vallardi, 1935. Volume III.

²⁵ ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. Campinas, SP: Servanda, 2009.

²⁶ Id., 2009.

por Ary Oswaldo Mattos Filho²⁷, a seguir transcrito: “[...] valor mobiliário é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional”.

Segundo Amaral²⁸, são elementos do conceito de valor mobiliário: a) empreendimento comum, gerido por um terceiro, com ou sem a participação do investidor, mas com a comunhão de interesses econômicos entre esses; b) contribuição do investidor para o empreendimento com a entrega de dinheiro ou bem suscetível de apreciação econômica; c) expectativa de lucro, a partir da gestão do empreendimento comum por terceiro; d) possibilidade de perda do valor investido em razão do risco do empreendimento comum; e) inexistência de poder de decisão do investidor sobre o empreendimento comum; f) expectativa de que o terceiro, gestor dos recursos investidos, tenha o conhecimento necessário para realizar o empreendimento; e g) materialização do valor mobiliário, que pode ou não se corporificar por meio de um documento.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no Parecer CVM/PJU n.º 009/98 (BRASIL, 1998a)²⁹, adotando a lição de Eirezik, afirmou que a caracterização de um valor mobiliário é dada sua aptidão de circular em série, isto é, passível de negociação em massa ou mercado, pouco importando as qualidades pessoais de seu comprador ou titular, bem como a quantidade em que é negociado. Todavia, há papéis que podem ser negociados em série, mas não são valores mobiliários, como, por exemplo, os títulos da dívida pública. Assim, embora a aptidão de circulação em série seja a nota essencial de um valor mobiliário, a sua definição é puramente legal.

Dessa forma, para que houvesse no Brasil uma definição legal de valor mobiliário, foi editada a Medida Provisória n.º 1.637/98 (BRASIL, 1998b)³⁰, convertida, após inúmeras

²⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Rev. Adm. Empr.** Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abr./jun. 1985. p. 47. Disponível em:

<https://www.scielo.br/j/rae/a/WzZxMhPdtcgvjtjDBrbn8SQr/?lang=pt>. Acesso em: 11 nov. 2021.

²⁸ *Op. cit.*

²⁹ BRASIL. **Comissão de Valores Mobiliários**. Parecer CVM/PJU n.º 009/1998. Disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1998/Parecer_09_1998.pdf. Acesso em: 10 nov. 2021.

³⁰ BRASIL. Medida Provisória n.º 1.637, de 8 de janeiro de 1998. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1637.htm#:~:text=MEDIDA%20PROVIS%C3%93RIA%20No%201.637%2C%20DE%208%20DE%20JANEIRO%20DE%201998.&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20regula%C3%A7%C3%A3o%20fiscaliza%C3%A7%C3%A3o,coletivo%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs. Acesso em: 10 nov. 2021.

alterações, na Lei n.º 10.198/01 (BRASIL, 2001a)³¹, que trouxe a seguinte definição de valor mobiliário:

Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (BRASIL, 2001a).

A definição acima foi quase totalmente incorporada pela Lei n.º 10.303/01 (BRASIL, 2001b)³², no inciso IX do art. 2º, tendo ocorrido apenas a substituição da expressão “os títulos ou contratos de investimento coletivo”, constantes da Lei n.º 10.198/01 (BRASIL, 2001a)³³, por “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo”.

O fato é que atualmente, a definição legal de valor mobiliário está inserida no art. 2º, inciso IX, da Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976)³⁴, sendo que referido artigo, a seguir transcrito, traz dos demais valores mobiliários:

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV - as cédulas de debêntures;
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI - as notas comerciais;
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Dessa forma, pelo fato de as debêntures serem emitidas e circularem em série, ostentando, assim, a aptidão de serem negociadas em massa, característica apontada pela doutrina (como visto acima) como essencial para a conceituação de determinado documento como valor mobiliário e por expressa disposição legal, as debêntures são valores mobiliários.

3.2. Função e atrativos das debêntures

³¹ BRASIL. **Lei n.º 10.198, de 14 de fevereiro de 2001**. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110198.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

³² *Op. cit.*

³³ *Op. cit.*

³⁴ *Op. cit.*

Já se sabe que as debêntures nasceram como forma de capitalizar as sociedades e, inclusive, como visto acima, as primeiras teorias a respeito da sua natureza jurídica as tratavam como contrato de mútuo, ainda que com algumas peculiaridades. Todavia, é sabido que as debêntures possuem outras finalidades, como, por exemplo, a reestruturação de dívida de empresas ou até mesmo alargamento da base acionário de determinada sociedade.

Mas, mais do que suas funções, já apresentadas na sua conceituação e aqui reforçadas, apresentam-se suas vantagens, citadas por Parente e Carvalhosa³⁵:

1. Captação de recursos para investimentos, sendo uma alternativa aos financiamentos bancários (o que será abordado com mais profundidade na seção 4 deste trabalho);

2. Reestruturação de passivos, consolidando as dívidas de determinada sociedade com a diminuição de seu custo médio, o alongamento de seu vencimento, a adequação de seu perfil e a diminuição de garantias utilizadas na captação de recursos;

3. Securitização de recebíveis, operação na qual uma sociedade vende seus recebíveis a uma outra, qualificada como sociedade de propósito específico (SPE), que, por sua vez, os adquire com os recursos provenientes de uma emissão de debêntures. A SPE ainda realiza uma segunda emissão de debêntures, subscrita pela sociedade originária, e, quando as debêntures são resgatadas, a SPE se extingue. A vantagem é que o risco de crédito dos recebíveis é segregado do risco de crédito da sociedade originária;

4. Alta flexibilidade, pois apresentam alta maleabilidade quanto às garantias, prazos, conversibilidade em ações, remuneração, além da possibilidade de ser objeto de repactuações ou mudança de suas características por assembleia de debenturistas;

5. Agilidade na captação de recursos, pois contam com um procedimento simplificado de registro, o que permite a captação de recursos com maior agilidade num momento em que as taxas de juros são mais atraentes; e

6. Facilitação na entrada da sociedade no mercado acionário, uma vez que o lançamento de debêntures pode ser considerado um estágio preliminar na abertura de capital, especialmente no caso de debêntures conversíveis.

Conclui-se, assim, que as debêntures, além das várias funções que podem oferecer a uma sociedade empresária, apresentam sensíveis vantagens.

3.3. Espécies e garantias

³⁵ PARENTE, Norma Jonssen; CARVALHOSA, Modesto. **Mercado de Capitais**. Vol. VI do Tratado de Direito Empresarial. Coordenação Modesto Carvalhosa. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

No tocante às espécies, as debêntures podem ser classificadas em simples, conversíveis em ações, permutáveis e perpétuas.

As debêntures simples são típicos instrumentos de dívida, revestidas com as características dos títulos de crédito, e, por não serem convertidas em ações, evitam a diluição acionária do controlador. Já as debêntures conversíveis em ações, disciplinadas no art. 57 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976)³⁶, como diz a própria denominação, podem ser convertidas em ações da companhia emissora ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme definido na escritura de sua emissão. Ademais, as debêntures permutáveis são as que o debenturista, o investidor, pode trocar o seu título por ações de uma companhia que não seja a própria emissora da dívida, desde que observadas as regras e condições para isso na escritura de emissão do papel.

Por sua vez, as debêntures perpétuas, previstas no art. 55, § 4º, da LSA (BRASIL, 1976)³⁷, são aquelas que não possuem termo final, mas, ao contrário, seu vencimento se dá com o implemento de alguma condição prevista na escritura de sua emissão, como, por exemplo, o inadimplemento da obrigação de pagar juros ou a dissolução da sociedade.

Quanto às garantias, as debêntures podem ser emitidas com garantias real, flutuante ou pessoal. As diversas espécies de debêntures de uma mesma emissão, podem ser objeto de modalidades distintas de garantias e, de acordo com o § 2º do art. 58 da LSA (BRASIL, 1976)³⁸, as garantias podem ser concedidas cumulativamente.

Para as debêntures com garantia real a sociedade emissora oferece bens integrantes de seu ativo próprio ou de terceiros, sob a forma de hipoteca, penhor, anticrese ou alienação fiduciária em garantia.

De outra ponta, as debêntures com garantia flutuante asseguram aos seus titulares o privilégio geral sobre o ativo da emissora em caso de falência, sem que os bens que compõem o seu ativo fiquem vinculados à emissão, de forma que a companhia não necessita da prévia autorização dos debenturistas caso decida vender seus bens.

As debêntures sem privilégio, ou quirografárias, são aquelas em que não há nenhum privilégio sobre o ativo da emissora, de forma que, no caso de falência desta, os debenturistas precisarão concorrer com os demais credores quirografários.

Em arremate, as debêntures subordinadas oferecem preferência de pagamento apenas sobre o crédito de seus acionistas na hipótese de liquidação da sociedade, de forma que os

³⁶ *Op. cit.*

³⁷ *Op. cit.*

³⁸ § 2º As garantias poderão ser constituídas cumulativamente.

debenturistas ficam em posição inferior aos credores quirografários. Na prática, tais debêntures não apresentam nenhuma garantia, uma vez que, se a possibilidade de os credores quirografários receberem seus créditos no caso de falência ou liquidação é ínfima, a dos subordinados é inexistente. Todavia, as debêntures subordinadas são bastante utilizadas, pois a ausência de a garantia tem como contrapartida a promessa de um grande retorno para aqueles que emprestam dinheiro à sociedade.

3.4. Criação, emissão, circulação e extinção das debêntures

Neste item, serão abordadas todas as etapas da vida de uma debênture, com a indicação precisa de cada uma delas.

Embora a redação do título da Seção III do Capítulo V da LSA (BRASIL 1976)³⁹ faça parecer que criação e emissão de debênture sejam termos sinônimos, trata-se de institutos jurídicos distintos. Conforme nos ensina Amaral⁴⁰, a criação é negócio jurídico societário de competência privativa da assembleia geral (ou do conselho de administração em companhias abertas, quando da emissão de debêntures não conversíveis em ações), em que se delibera pela criação da debênture e as condições de sua emissão.

Já a emissão é levada a cabo pela sociedade por meio da lavratura da escritura prevista no art. 61 da LSA (BRASIL, 1976)⁴¹, que deverá conter os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições. Ademais, a escritura de emissão poderá tratar de outras matérias que não são obrigatórias (como aquelas previstas no citado art. 61) e que podem não estar mencionadas no ato de criação das debêntures. Como exemplo, citamos os critérios de escolha, nomeação e substituição do agente fiduciário e seus deveres e atribuição além daqueles definidos em lei.

O ato de emissão da debênture divide-se em três etapas, sendo que a primeira delas é relativa à elaboração. A segunda é assinatura da escritura de emissão, cuja disciplina extrai-se do art. 144 da LSA (BRASIL, 1976)⁴², que cuida da representação da sociedade, que deve ser feita por um de seus diretores, nos termos do seu estatuto ou, sendo este silente, por quem deliberado pelo Conselho de Administração, nos termos do art. 142, II da LSA (BRASIL,

³⁹ *Op. cit.*

⁴⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2016, posição 1597.

⁴¹ *Op. cit.*

⁴² *Op. cit.*

1976⁴³; 2001b⁴⁴; 2009⁴⁵; 2013⁴⁶) ou, inexistindo deliberação, por qualquer diretor. A terceira fase, prevista no art. 62 da LSA (BRASIL, 1976⁴⁷; 2001b⁴⁸), é o registro da escritura de debênture, que tem por objetivo conferir publicidade à emissão, para que terceiros que se relacionem com a sociedade tenham conhecimento da existência do empréstimo debenturístico. Essa fase do registro exige a adoção das seguintes providências: a) arquivamento da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão na Junta Comercial do estado em que se localiza a sede da sociedade; b) a inscrição da escritura de emissão no registro do comércio; e c) a constituição das garantias reais, se for o caso (caso a garantia seja um imóvel, por exemplo, a inscrição da escritura de imissão no cartório de registro de imóveis).

A colocação e a circulação são momentos posteriores e importantes na vida de uma debênture. De acordo com Guimarães⁴⁹, a colocação se dá quando há a subscrição do valor mobiliário, que pode ser compreendida como o ato de aquisição da debênture, formalizado por meio da assinatura do respectivo boletim de subscrição. Não se pode confundir a subscrição com a integralização, que é o pagamento do preço da subscrição, que pode ser feito à vista ou a prazo. Na primeira, o preço de subscrição é pago no ato de subscrição, enquanto na subscrição

⁴³ *Op. cit.*

⁴⁴ *Op. cit.*

⁴⁵ BRASIL. **Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009**. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm#art37. Acesso em: 10 nov. 2021.

⁴⁶ BRASIL. **Lei n.º 12.838, de 9 de julho de 2013**. Dispõe sobre crédito presumido apurado com base em créditos decorrentes de diferenças temporárias oriundos de provisões para créditos de liquidação duvidosa nas condições que estabelece e dispõe sobre os títulos de crédito e instrumentos emitidos por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, para composição de seu patrimônio de referência, e altera a Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12838.htm#art15. Acesso em: 10 nov. 2021.

⁴⁷ *Op. cit.*

⁴⁸ *Op. cit.*

⁴⁹ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense 2009.

para pagamento a prazo o preço de subscrição é pago de acordo com o que estiver estipulado na escritura de emissão e no boletim de subscrição.

Nesse sentido, a colocação está perfeita e acabada com a integralização das debêntures. Para as hipóteses de pagamento à vista, não há maiores dificuldades, que surgem na hipótese de pagamento a prazo, situação em que Carvalhosa⁵⁰ sugere que, enquanto não forem totalmente integralizadas, as debêntures devem ficar indisponíveis, evitando, assim, uma circulação que, embora nominativa, criaria enorme confusão quanto ao pagamento dos benefícios atribuídos aos títulos debenturísticos da respectiva série. Esse raciocínio não se aplica às debêntures emitidas como pagamento de serviços já realizados ou para dação em pagamento, pois nessas situações não há o ingresso de recursos no caixa da sociedade. Também, tal lógica não se aplica para a integralização em bens, que necessitam de avaliação nos termos do art. 8º da LSA (BRASIL, 1976)⁵¹ e da efetiva transferência.

Em seguida, o próximo item da vida de uma debênture é a circulação, que possui importância fundamental na medida em que influencia e estimula os interessados a participar do mercado de valores mobiliários. Assim, nos ensinamentos de Sztajn⁵², “Em economia, o sentido da palavra circulação indica a transferência ou trânsito de moeda corrente ou títulos em mercados”. Para que um valor mobiliário apresente boa circulação, é imprescindível que tenha liquidez, isto é, a disponibilidade sobre dinheiro, moeda de contado, ou a titularidade de bens aptos a serem convertidos facilmente em moeda corrente e sem significativas perdas de valor.

Em arremate, a última fase do ciclo de uma debênture é sua extinção, que ocorre por meio da liquidação, pela companhia emissora, do débito debenturístico mediante o pagamento do seu valor ao titular do valor mobiliário.

A primeira forma de liquidação é o pagamento, que representa, inclusive, uma imposição legal à sociedade emissora, sob pena de incorrer em mora e sujeitar-se, até mesmo, à falência. Importante destacar que o art. 55 da LSA (BRASIL, 1976)⁵³ impõe a inclusão da data de vencimento na escritura de emissão de debêntures, salvo na hipótese das debêntures perpétuas ou permanentes (vista no item 3.3 desta seção).

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 1 Vol., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

⁵¹ *Op. cit.*

Art. 8º A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número (BRASIL, 1976).

⁵² SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 41, n. abr./jun. 2002, p. 7-9, 2002. p. 10.

⁵³ *Op. cit.*

Com relação aos meios de pagamento, as debêntures podem ser extintas mediante a entrega de dinheiro ou bens, pela sociedade emissora aos debenturistas. É possível também a extinção por meio da dação em pagamento sujeita à concordância dos credores.

Ademais, caso entenda que uma série de debêntures emitidas se mostra excessivamente onerosa, com taxas de juros elevadas, ou que surjam novas forma de captação de recursos mais vantajosas, e ainda se houver excesso de recursos em caixa e inexistência de projetos para aplicá-los, pode optar por promover o resgate ou amortização das debêntures, que são institutos que não se confundem. A amortização, que deve ser prevista na escritura de emissão, consiste na extinção progressiva da dívida, através de seu pagamento até que se atinja o montante total da obrigação. A escritura pode fixar a amortização parcial de cada série, realizando-se um rateio quando as debêntures forem da mesma série, conforme art. 55, § 1º, da LSA (BRASIL, 2011)⁵⁴. Em razão de estar prevista na escritura de emissão, na amortização há uma obrigação da sociedade, sob pena de inadimplemento, de realizar o pagamento parcial de modo a amortizar o valor do título, nos termos da escritura. Por sua vez, o resgate, que também deve estar previsto na escritura, consiste na retirada das debêntures de circulação e é um direito potestativo que pode ser exercido, facultativamente, pela sociedade emissora. É possível o resgate parcial da mesma série, que deve ser feito mediante sorteio ou compra no mercado organizado de valores mobiliários, desde que as debêntures estejam cotadas por preço inferior ao seu valor nominal.

⁵⁴ § 1º A amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio (Redação dada pela Lei n.º 12.431, de 2011). BRASIL. Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis n.ºs 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei n.º 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm#art6. Acesso em: 10 nov. 2021.

4. O FINANCIAMENTO DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS.

Nesta seção, abordar-se-á a necessidade de capitalização dos empresários (e não somente das sociedades empresárias). Isto é, pretende-se explicar por que os empresários necessitam do capital. Consolidada a necessidade de capital para o exercício da empresa, será objeto de estudo o local em que este pode ser obtido pelos empresários: o mercado financeiro, um dos mercados que compõe o mercado dos fatores da produção que, por sua vez, em conjunto com o mercado de bens e serviços, constitui um dos mercados em uma economia capitalista tradicional, como o é a brasileira, conforme preleciona o art. 170 da Constituição da República (BRASIL, 1988)⁵⁵.

4.1. Porque é necessário capitalizar sociedades e sua dificuldade nos estágios iniciais da empresa.

De acordo com o artigo 966 do Código Civil (BRASIL, 2002)⁵⁶, empresário é aquele que profissionalmente exerce atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços.

Analisando cada uma das expressões do conceito legal temos que: a) o vocábulo “profissionalmente” cunha o entendimento de que é necessário que haja habitualidade, continuidade; b) a expressão “atividade econômica” remete à finalidade lucrativa; c) a organização a que se faz referência é a reunião dos quatro fatores de produção: i) mão de obra, ii) matéria-prima, iii) capital e iv) tecnologia – na ausência de qualquer um deles, não se fala mais em organização.

⁵⁵ *Op. cit.*

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei. .

⁵⁶ *Op. cit.*

Conclui-se, portanto, que o capital é elemento imprescindível ao exercício da atividade empresarial, uma vez que sem ele não há a articulação dos fatores da produção e, assim, não há a característica da “organização”, necessária à caracterização da atividade como empresarial.

Interessante destacar que a sociedade somente é considerada empresária se for constituída para exercer profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços.

Logo, para se caracterizar uma determinada sociedade como empresária é necessário o emprego de capital. Daí, a importância do financiamento das sociedades, isto é, a necessidade de provê-las de capital.

No estágio inicial do desenvolvimento da empresa, seja ela exercida na pessoa do empresário ou por sociedade empresária, é natural que o próprio empreendedor ou controlador, respectivamente, aporte o capital necessário para o exercício da atividade empresarial. Todavia, eles nem sempre disporão de recursos necessários para tanto. Ademais, a geração de caixa do/pelo próprio empreendimento também pode não ser suficiente para prover a empresa de tais recursos.

Portanto, é rotineiro que, no estágio inicial, o empreendedor/controlador busque financiamento externo para a atividade por ele exercida, o que tradicionalmente se dá por meio da contratação de empréstimos.

Todavia, é sabido que o Brasil apresenta elevadas taxas de juros para pessoas jurídicas. Em média, pode se verificar uma taxa de juros anual acima de 50%, o que encarece sobremaneira o custo do empréstimo.

Além disso, sobre os valores emprestados por bancos às sociedades empresárias incidem vários encargos, que compõem o Custo Efetivo Total (CET)⁵⁷ de uma operação. O CET corresponde ao índice que considera todos os encargos, taxas, tributos e despesas incidentes nas operações de crédito.

O principal custo da operação de crédito é a taxa de juros cobrada pela instituição financeira. No entanto, quando são acrescidos os tributos, tarifas, seguros, custos relacionados a registro de contrato e outras despesas cobradas na operação, a taxa real da operação aumenta.

A título de exemplo, a tributação incidente sobre esse tipo de operação é o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), que inclui operações de crédito, câmbio e seguro ou relativas a títulos ou valores mobiliários, que tem como fato gerador a disposição ao tomador da quantia

⁵⁷ Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fbc_atende%2Fport%2Fcusto.asp. Acesso em: 11 nov. 2021.

contratada e, como contribuinte, as pessoas físicas ou jurídicas tomadoras do crédito. Em se tratando de mutuários pessoas jurídicas, o IOF incide à alíquota de 0,0041% ao dia sobre o valor entregue ou colocado a sua disposição e à alíquota adicional de 0,38%, independentemente do prazo da operação, seja o mutuário pessoa física ou pessoa jurídica.

Ademais, também é frequente que no estágio inicial da empresa a ausência de ativos que possam ser dados em garantia, exigida na contratação de empréstimos, ou até mesmo a falta de perspectiva de caixa futuro dificultem sobremaneira a obtenção de financiamentos bancários.

Ainda, nesse contexto, observa-se, muitas vezes, a exigência de apresentação de garantias fidejussórias, que leva a uma implicação pessoal dos sócios em relação a esses empréstimos e aumenta sobremaneira os riscos envolvidos no negócio.

Por tudo isso, verifica-se que a capitalização do empresário ou da sociedade empresária é elemento essencial para o exercício da atividade empresária, visto que a articulação do capital, um dos fatores da produção, faz parte do conceito da própria atividade empresária. Passa-se, então, à análise dos diversos meios de capitalização do empresário.

4.2. Função e importância do mercado de valores imobiliários

4.2.1. O mercado de produtos e serviços e o mercado de fatores da produção. O mercado financeiro como um dos mercados de fatores da produção

Inicia-se o estudo do mercado de valores mobiliários trazendo sua função, antes mesmo de conceituá-lo – o que já se adianta, cuida-se de árdua tarefa – também com o propósito de deixar claro ao leitor sua importância para as sociedades, em especial as limitadas.

Para Fabozzi, Modigliani e Jones⁵⁸, há dois tipos de mercado em uma economia de mercado tradicional, sendo eles os mercados de bens e serviços (*product Market*) e os mercados dos fatores de produção (*fator Market*).

Aqui, inicialmente esclarecemos que, no mercado de produtos e serviços, a demanda se dá por bens e serviços, enquanto, no mercado dos fatores da produção, a demanda é desses últimos (capital, propriedade e trabalho), aos quais são ofertados, respectivamente, juros ou dividendos, alugueres e salários. Ainda, destaca-se que, em ambos os mercados, a renda interage na relação de demanda e oferta, sendo que no mercado de produtos e serviços ela define a qualidade (o que) e a quantidade da demanda e de sua respectiva oferta; já no mercado de fatores da produção, a renda determina a oferta dos juros ou dividendos, dos alugueres e dos

⁵⁸ FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. **Foundations of Financial Market and Institutions**. 4. ed. Boston: Pearson, 2010.

salários que satisfarão a demanda pelos fatores da produção no mercado de bens e serviços e, assim, também, conseqüentemente, determina quem e para quem serão produzidos.

Desse modo, conclui-se que há um mercado num primeiro plano, no qual a interação da renda com a relação de oferta e demanda de produtos e serviços define quais e em qual quantidade serão produzidos esses bens e serviços. Já no segundo plano, há outro mercado em que a interação da renda com a relação oferta e demanda dos fatores da produção (e não mais de bens e serviços), suprida por juros ou dividendos, alugueres e salários, define quem e para quem os produtos e serviços, negociados no mercado situado no primeiro plano, serão produzidos.

Veja que o mercado dos fatores da produção, composto, como já dito, por capital, propriedade e trabalho e suprido por juros ou dividendos, alugueres e salários, respectivamente, divide-se em outros mercados para cada um dos fatores da produção e, no caso específico do capital, a relação de oferta e demanda se dá no mercado financeiro. Portanto, chegamos a uma segunda conclusão: a de que o mercado financeiro é o local da interação da renda com a relação entre oferta e demanda do capital, considerado como um dos fatores da produção. Isto é, o mercado financeiro é o mercado do capital.

4.2.2. As funções do mercado financeiro e seu desdobramento em mercado financeiro *stricto sensu* e mercado de valores mobiliários

O mercado financeiro, por sua vez, possui três funções, servindo como instrumento de: a) distribuição (de alocação) de capital entre agentes superavitários e agentes que dele necessitam, mediante uma remuneração paga ao primeiro; b) de repartição de riscos entre esses agentes, pois o agente superavitário, para receber a remuneração da capital que colocou à disposição do agente tomador necessariamente assumirá parcela do risco desse último, uma vez que caso o risco do tomador se concretize, será bastante difícil o recebimento da remuneração; e c) de liquidez, posto que a transferência de recursos do agente superavitário para o tomador é feita por intermédio de um instrumento financeiro, que passa a ser de titularidade do primeiro e que poderá realizar a operação de disposição de parte do seu capital convertendo-a em dinheiro, transferindo o instrumento financeiro a terceiro, antes mesmo do vencimento da obrigação que dele consta.

Ocorre que o mercado financeiro também se divide em duas espécies: a primeira delas é o mercado financeiro *stricto sensu*, em que a distribuição de recursos entre poupador e tomador é feita por intermediários que captam os recursos dos agentes superavitários e os

transferem aos deficitários, mediante remuneração. É preciso que fique claro que a transferência de recursos é feita por um terceiro intermediador. Já na segunda espécie, o mercado de valores mobiliários, a transferência de recursos é feita diretamente entre agentes superavitários e deficitários, por meio da emissão de participações societárias ou títulos de obrigações primárias, mas somente auxiliada (aproximada) por intermediadores, que dela não participam efetivamente, ao menos nesta função⁵⁹.

4.2.3. A comparação qualitativa entre o mercado financeiro *stricto sensu* e o mercado de valores mobiliários

Reforça-se que tanto o mercado financeiro *stricto sensu* quanto o de valores mobiliários exercem as três funções do mercado financeiro em sentido amplo, mas passamos a perquirir qual deles melhor desempenha esse mister, isto é, com menores custos de produção, discussão travada há longo tempo⁶⁰. Adiantamos que o cerne da discussão gravita no acesso às informações relativas ao tomador de recursos e seus projetos.

Nesse sentido, alguns sustentam o entendimento de que as instituições financeiras exercem melhor a função alocativa de recursos com argumentos que qualificam a atividade dos bancos e, também, desqualificam a atuação dos mercados. Dentre os primeiros, sustenta-se que as instituições financeiras: a) possuem acesso a informações em quantidade e qualidade superior aos demais agentes de mercado e, assim, conseguem selecionar melhor os projetos nos quais os recursos serão alocados; b) detêm melhores mecanismos de controle dos administradores das empresas tomadoras de crédito; c) os sistemas baseados em bancos oferecem melhores serviços de compartilhamento de risco intertemporal do que os mercados, o que ocasiona efeitos benéficos na alocação de recursos. Assim, nos mercados desenvolvidos, as informações são facilmente reveladas aos investidores, o que os dissuade de dedicar recursos à obtenção de informações de empresas, prejudicando a identificação de projetos inovadores que promovam o desenvolvimento econômico. Todavia, os bancos podem mitigar tal circunstância ao privatizar as informações que adquirem e formando relacionamento de longo prazo com as empresas, além de fazerem investimentos sem revelar imediatamente suas decisões, o que também os incentiva a pesquisar empresas, seus gestores e projetos.

⁵⁹ PITTA, André Grünspon. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 54.

⁶⁰ LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. **NBER Working Paper Series**, Working Paper 10766, 2005, p. 25. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10766>. Acesso em: 25 out. 2021.

Já quanto aos argumentos que desqualificam a atuação do mercado, explanam que os mercados não monitoram adequadamente os gestores, pois: a) não há acesso às informações na qualidade e quantidade que possuem os bancos, revelando uma assimetria informacional; b) os gestores das empresas tomadoras de recursos recorrem a instrumentos jurídicos, como *poisons pills*⁶¹ que mitigam o controle a que estão submetidos além de lhes conferirem amplos poderes; c) em mercados líquidos, o investidores podem vender suas participações societárias com baixo custo, o que não os incentiva a realizar uma governança corporativa cuidadosa das empresas investidas, levando a uma alocação ineficiente de recursos; d) em mercados com concentração acionária (como é o caso brasileiro⁶²), em que pese os grandes investidores possuam melhor acesso às informações necessárias à alocação de recursos, podem, de outra ponta, se aproveitar dos acionistas minoritários, por meio do exercício de cláusulas de *drag along*⁶³, da exploração comercial com outras empresas que possuam, às custas da sociedade investida e da sua maior capacidade em transferir os ativos com alto risco dessa última, além de serem pouco diversificados, o que traz efeitos adversos à alocação de recursos; e) há ainda o problema dos *free-riding* (investidores caronas), em que, se um agente dispense recurso para obter informações, tal circunstância chama a atenção de outros agentes que possivelmente irão, também, alocar recursos na empresa pesquisada, o que elevará o preço de suas participações societárias (maior demanda, maior preço), diminuindo, assim, a remuneração do agente superavitário.

Dessa forma, o mercado financeiro em sentido estrito seria mais vocacionado a exercer o papel de alocação de recursos no mercado econômico. Outros, por sua vez, argumentam que a atuação das instituições financeiras promove uma concentração de capital, o que por si só é um problema na alocação de recursos. Uma vez que os bancos possuem melhores e maiores informações dos tomadores de recursos, é possível que deles sejam exigidas quantias maiores para que se disponibilize o capital, exigindo, por exemplo, maiores retornos futuros projetados, o que reduz o esforço das empresas em empreendimentos inovadores. Ainda os bancos

⁶¹ *Poison pill* (tradução *pastilha de veneno*) é uma expressão do mercado financeiro que indica o “Conjunto de estratégias utilizadas por companhias para desencorajar aquisições hostis de ações por parte de outras companhias ou investidores”, cujo objetivo é tornar as ações de uma companhia menos atrativas, para eventuais adquirentes hostis. Com a utilização das estratégias de *poison pill*, a administração busca maior estabilidade na gestão da companhia. Disponível em: <https://enfin.com.br/termo/poison-pill-gxcxo7qi>. Acesso em: 13 nov. 2021.

⁶² ARAÚJO, Risolene Alves de Macena.; SANTOS, Lívia Maria da Silva. Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: um estudo com as empresas listadas no Nível Tradicional da BM&FBOVESPA. **Anais do Congresso Brasileiro de Custos - ABC**, [S. l.], Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4080>. Acesso em: 26 out. 2021.

⁶³ *Drag along* trata-se de cláusula que determina aos acionistas minoritários de uma empresa a obrigação de vender suas ações caso o acionista majoritário decida vender sua participação, via de regra, sob o mesmo preço e as mesmas condições. Em síntese, *drag along* é um direito que visa a proteger os acionistas majoritários.

tradicionalmente têm uma tendência à prudência, o que dificulta o acesso ao capital por agentes inovadores, que, inerentemente, apresentam maiores riscos. A tradicional prudência dos bancos também pode lhes trazer maiores dificuldades em análise de informações de projetos inovadores, uma vez que estão habituados a fazê-las em situações padronizadas, sem flexibilidade de oferecerem ferramentas personalizadas para cada alocação de recursos. Ademais, os bancos agem em razão de seus próprios interesses, que não necessariamente são os interesses dos demais credores ou da sociedade em geral, podendo, portanto, conspirar com os agentes tomadores contra os demais agentes superavitários. Por fim, os bancos são mais propensos a ter um proprietário controlador, o que pode fazer com que esses explorem os demais acionistas do banco, além de dificultar a gestão corporativa da própria instituição financeira.

A leitura dos dois pontos de vista abordados acima permite concluir que tanto o mercado financeiro em sentido estrito quanto o mercado de valores mobiliários são aptos a promover uma eficiente troca de capitais necessária à capitalização da empresa, tendo tanto um quanto o outro pontos positivos e negativos no desempenho dessa atividade. Todavia, duas características do mercado brasileiro reforçam a importância do mercado de valores mobiliários.

A primeira delas é a relevante concentração bancária brasileira, constatada pelo Relatório de Economia Bancária (REB) de 2020, apresentado pelo Banco Central do Brasil (BACEN/BCB), o qual, para o monitoramento sistemático dos níveis de concentração de diferentes segmentos do Sistema Financeiro Nacional (SFN), tem utilizado, desde a edição de 2017 do REB, o Índice Herfindahl-Hirschman Normalizado (IHHn) e a Razão de Concentração dos Cinco Maiores (RC5) nos agregados contábeis relativos aos ativos totais, às operações de crédito e aos depósitos totais no Brasil⁶⁴.

O IHHn, também utilizado pelas autoridades nacionais e internacionais de defesa da concorrência como instrumento acessório na avaliação de níveis de concentração econômica, é obtido pelo somatório do quadrado da participação de mercado, na forma decimal, de cada instituição financeira, resultando em um número entre 0 e 1. Em dezembro de 2020, o IHHn do segmento bancário foi de 0,1207, e o BCB considera que mercados que registram valores correspondentes ao IHHn situados acima de 0,10 até 0,18 são de moderada concentração.

⁶⁴ BRASIL. **Banco Central**. Relatório de Economia Bancária (2020). 2021, p. 136. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 10 nov. 2021.

Por sua vez, o RC5 ilustra a soma das participações de mercado das cinco maiores instituições financeiras em um dado mercado e, em 2020, o RC5 dos ativos totais foi de 67,0%, os depósitos totais de 72,7% e as operações de crédito, de 68,5% (sessenta e oito inteiros e cinquenta centésimos por cento). Observa-se que, embora o IHHn brasileiro apresente moderada concentração, de acordo com o BACEN, mais de 65% (sessenta e cinco por cento) dos ativos estão concentrados nos 5 (cinco) maiores bancos.

A concentração do sistema bancário brasileiro torna mais acentuadas as características consideradas críticas ao modelo de mercado financeiro em sentido amplo centrado nas instituições financeiras, pois reforça o comportamento prudencial dos bancos em mitigar linhas de créditos a projetos inovadores, reduz a necessidade deles em criar mecanismos personalizados de análise de informações de projetos inovadores e ainda dificulta o controle de sua governança.

Ademais, o fato de, no mercado de capitais brasileiro, as empresas serem tradicionalmente de estrutura de propriedade concentrada, isto é, existir uma concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas, ocasiona um conflito entre acionistas controladores e minoritários, em que cada um dos participantes do mercado tenta maximizar sua utilidade. E tal circunstância, conforme já dito, pode fazer com que os controladores se aproveitem dos acionistas minoritários, por intermédio da adoção de cláusulas contratuais protetivas, da exploração comercial, com outras empresas que possuam, às custas da sociedade investida e da sua maior capacidade em transferir os ativos com alto risco dessa última, além de serem pouco diversificados, o que traz efeitos adversos à alocação de recursos.

Diante do exposto acima, é forçoso concluir pela necessidade da utilização do mercado de valores mobiliários como instrumento, ou, pelo menos mais uma alternativa, de capitalização das empresas.

4.2.4. A importância do mercado de valores mobiliário para a inovação e para o crescimento e desenvolvimento econômico

Para Samuelson e Nordhaus⁶⁵, os processos de inovação constituem importante matéria-prima para o crescimento e desenvolvimento econômico. De acordo com Schumpeter, citado por Pitta⁶⁶, tais processos ocorrem por meio de: a) surgimento de um novo produto ou serviço desconhecido dos consumidores; b) introdução de um novo método de produção ainda não

⁶⁵ SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, Willian D. **Economia**. 19. ed. Porto Alegre: AMGH, 2012.

⁶⁶ PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

utilizado naquele segmento produtivo; c) abertura de um novo mercado; d) obtenção de uma nova fonte de matéria-prima; e) reestruturação de determinados segmentos econômicos, como, por exemplo, com a quebra de um monopólio.

De outra ponta, é sabido que o risco e a incerteza são condições inerentes à busca de alguma coisa nova. Segundo Knight⁶⁷, o risco é determinado pelos possíveis resultados (perdas) de uma ação e, assim, pode ser quantificado em termos de frequência e custos prováveis. Já a incerteza é definida pela confiança do empresário em suas estimativas ou expectativas e, portanto, não pode ser quantificada. Logo, é a incerteza a verdadeira base de análise de lucros e, em última instância, o que se considera no processo decisório de alocação de recursos.

Na economia neoclássica, o conceito de aversão ao risco é construído a partir da existência de uma função de utilidade esperada e da preconcepção de que os indivíduos são racionais ao maximizar os seus benefícios e minimizar os seus custos⁶⁸. Caso os riscos de um novo empreendimento sejam avaliáveis, o mercado, mediante remuneração, pode oferecer coberturas frente a eventuais perdas da inovação. Todavia, quando os riscos (perdas possíveis) são difíceis de serem mensurados é impossível achar instrumentos de mitigação no mercado. Assim, sob a perspectiva neoclássica, o fato de não investir dada a falta de mecanismos de cobertura no mercado faz dos empresários agentes avessos ao risco.

Por sua vez, a Teoria Prospectiva de Kahneman e Tversky⁶⁹, que surgiu como uma crítica à teoria da utilidade esperada neoclássica, sugere a existência da aversão ao risco a partir das propriedades comportamentais dos agentes e se opõe ao normativamente “correto” e “racional” do comportamento humano, dando enfoque à importância da subjetividade na apreciação do risco. Logo, ao contrário da teoria (neoclássica) de utilidade esperada, cujas utilidades positivas e negativas possuem pesos iguais, na teoria prospectiva, a percepção de dano gerado por uma perda é cerca de 2 (duas) a 2,5 (duas e meia) vezes maior do que a sensação de benefício produzido pelo ganho. Assim, a perda de um determinado recurso percebe-se com maior intensidade do que o ganho desse mesmo recurso, é por isso que a aversão às perdas pode favorecer a inação sobre a ação, porque as desvantagens de uma nova alternativa são avaliadas como perdas e, portanto, sopesadas mais do que suas vantagens e, conseqüentemente pode afetar a tomada de decisões sobre projetos de inovação tecnológica, mesmo em contextos de baixo risco.

⁶⁷ KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty and Profit**. Washington D.C.: Beard Books, 1921.

⁶⁸ MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D. **Microeconomic Theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

⁶⁹ KAHNEMAN, Daniels; TVERSKY, Amo. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, 47 (2), mar., 263-291, 1979.

Como pontuado no parágrafo primeiro deste item, a inovação ocorre com a introdução de novidades no mercado, seja de um novo produto ou serviço, de um novo método de produção, de um novo mercado ou de nova fonte de matéria-prima. Veja que o denominador comum a todas as formas de inovação é o novo, isto é, a novidade, que, também como já dito, tem o risco e a incerteza como condições inerentes; e a aversão que sobre essas duas eleva o custo de capital.

Conclui-se, portanto, que as atividades inovadoras têm maiores dificuldades de acesso ao capital, pois, se por um lado, aqueles que já estão inseridos em uma determinada cadeia de produção pode obter capital a partir de diversas fontes, inclusive do próprio exercício de sua atividade, o mesmo não se aplica àqueles que se dedicam aos processos de inovação.

Dessa forma, o mercado de valores mobiliários pode viabilizar o desenvolvimento de projetos inovadores que, embora sujeitos a grandes riscos, possuem maior potencial de retorno, pois seus agentes, ao buscarem projetos mais rentáveis, incentivam a transferência de recursos de setores tradicionais, com menor crescimento, para setores mais modernos

4.3. A regulação do mercado de valores mobiliários

A disciplina do mercado de valores mobiliários teve início em 1790 no Reino Unido, com a edição do *Bubbles Act*, que tinha por finalidade a disciplina dos corretores, que intermediavam títulos no mercado, evitando, assim, que praticassem abusos, desvios de condutas ou fraudes. Todavia, a primeira legislação que disciplinou de forma consistente a formação de capital por meio do mercado de valores mobiliários, especialmente por intermédio da captação de recursos pelo apelo à poupança popular, foi o *Securities Act*, de 1933 no Estados Unidos da América⁷⁰.

Referido diploma normativo, tinha como premissa central a ideia de que o processo de oferta de qualquer produto ou serviço é sempre feito através de um esforço do provedor daquilo que está sendo oferecido, que naturalmente é pressionado a atuar em desvio de conduta de forma a superestimar as qualidades daquilo que está sendo ofertado e subestimar (ou até mesmo omitir) os respectivos defeitos.

Ademais, é sabido que aquele que oferta qualquer produto e serviço possui mais informações sobre ele do que aquele em face de quem se oferta, o que configura uma verdadeira assimetria de informações, que potencializa o desvio de conduta descrito no parágrafo acima.

⁷⁰ PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

Destaca-se que as negociações que ocorrem no mercado de valores mobiliários, como um dos componentes do mercado financeiro em sentido amplo, que por sua vez compõe o mercado dos fatores da produção, são essencialmente oferta de produtos que, conseqüentemente, estão sujeitas à mesma lógica de potencialidade de prática de desvio de condutas entre os agentes de mercado, em razão da assimetria informacional. E é sabido que tais desvios de condutas, quando praticados, ocasionam danos àqueles agentes superavitários que dispõem de recursos à formação de capital dos empresários (ou sociedades empresárias) o que, fatalmente, prejudica todo o mercado de valores mobiliários. Uma vez que os investidores não se sentem seguros, principalmente diante da falta de informações, não irão disponibilizar seus recursos, ou então o farão com elevado deságio, que provavelmente corresponderá às possíveis perdas que poderão experimentar em razão da ausência de proteção adequada, o que conseqüentemente importa em aumento de custos do capital para seus tomadores, inviabilizando a eficiência do mercado de valores mobiliários, como instrumento do mercado financeiro e de fatores da produção.

Assim é imperativa a efetiva proteção dos investidores que dispõem de recursos no mercado de valores mobiliários até mesmo para assegurar não só a sua efetividade, mas também sua sobrevivência.

De outra ponta, sabe-se que a atuação estatal na economia se dá por meio da prestação de serviços públicos (i), da atuação fiscalizadora dos particulares (denominado poder de polícia) (ii), ou da regulação⁷¹.

Sem ousar a conceituar com a devida precisão o termo “regulação”, para a finalidade do presente trabalho, vamos partir do conceito de Sundfeld⁷², o qual afirma que a regulação consiste em atividade inserida na atuação administrativa ordenadora do Estado, a qual promove intervenção na liberdade dos agentes que atuam no ambiente econômico e social, por meio da imposição de mecanismos e normas que ditam comportamentos a serem observados. Aprofundando mais, Baldwin (2012, citado por PITTA, 2018, p. 300)⁷³, preleciona que a regulação é um vocábulo que pode ser utilizado para:

[...] (i) um conjunto específico de comandos envolvendo a edição de regras vinculantes aplicáveis por determinado órgão ao qual é atribuída essa capacidade; (ii) uma ingerência deliberada do Estado, que engloba todas as suas ações destinadas a influenciar atividades econômicas e comportamentos sociais; (iii) todas as formas de influência econômica ou social, independentemente se originadas a partir do Estado ou de outros agentes.

⁷¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

⁷² SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito administrativo Ordenador**. São Paulo: Malheiros, 1993.

⁷³ PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

Giza-se, também, que a regulação, forma de intervenção estatal, justifica-se em razão de possíveis falhas de mercado ou da relevância do interesse público inerente à atividade objeto de regulação.

Visto o que é regulação e a sua justificativa, é evidente concluir que a regulação também se opera no mercado de valores mobiliários, tendo por finalidade primordial mitigar a ocorrência de falhas de mercado que se exteriorizam por meio dos potenciais desvios de conduta dos agentes captadores de recursos, como visto acima, ocasionados não só pela pressão de oferta, inerente a todo mercado, mas também pela assimetria de informações existentes entre aqueles e os que colocam parte de seu capital à disposição de outrem.

Além da finalidade protetiva dos investidores, a regulação do mercado de valores mobiliários passa a ter como função o incentivo desse *locus* de troca que, conforme visto nos itens 4.2.3 e 4.2.4 desta seção, tem grande importância para o processo de suprimento de capital do empresário, em especial, aqueles que se encontram nos estágios iniciais de desenvolvimento ou exercem atividades inovadoras.

Aqui, traz-se a importância do Direito como instrumento de desenvolvimento econômico, o que foi reconhecido por Weber, citado por Trubek⁷⁴, o qual concluiu que a existência de um sistema jurídico reputado como racional suporta a atividade econômica ao trazer publicidade, previsibilidade e legitimidade às regras que determinam as trocas de mercado. Assim, a existência de uma *rule of law*, uma espécie de bom direito, seria pressuposto ao desenvolvimento econômico.

Dessa forma, o Estado utiliza da regulação como instrumento de proteção do interesse público veiculado pelos investidores (i) e de fomento ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (ii).

4.3.1. A forma que tradicionalmente se dá a regulação dos mercados de valores mobiliários

Sabe-se que o art. 4, incisos I, II e IV da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁷⁵ define que a proteção dos investidores e a formação do capital são objetivos declarados da regulação do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, a adequada proteção dos investidores é feita através de dois eixos. O primeiro deles é por meio de regras que estabelecem determinados requisitos aplicáveis àqueles

⁷⁴ TRUBEK, David M. Max Weber on Law and the Rise of Capitalism. *Winsconsin Law Review*. 1972, 3: p. 720-753. Disponível em http://digitalcommons.law.ale.edu/fss_papers/4001. Acesso em: 29 out. 2021.

⁷⁵ *Op. cit.*

que pretendem captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários, quando do seu ingresso no mercado, durante sua permanência e, por fim, na sua saída. Aqui, também, divide-se esse primeiro eixo em dois conjuntos de regras, sendo que as primeiras se referem aos requisitos de índole informacional, que impõe obrigações de divulgação de um vasto conjunto de informações como pré-condição à captação da poupança popular assim como para posterior negociabilidade dos valores mobiliários em mercados secundários, por meio da obrigatoriedade de divulgação de informações periódicas e eventuais. Já o segundo conjunto de regras dispõe sobre o estabelecimento de requisitos estruturais e organizativos aplicáveis àqueles que buscam recursos por meio do mercado de valores mobiliários, como, por exemplo, a imposição da adoção de uma determinada forma societária e estrutura administrativa. Por fim, o segundo eixo consiste no estabelecimento de direitos individuais e coletivos aos investidores nesse mercado, exigíveis dos condutores das atividades da empresa investida.

A proteção aos investidores pode representar, em contrapartida, relevantes restrições àqueles que pretendem captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários. Inicialmente, porque levam à criação de custos diretos e indiretos necessários ao cumprimento do conjunto de regras protetivas, notadamente as de caráter informacional. Ademais, as prescrições relativas aos aspectos fundamentais da organização da respectiva empresa, essencialmente àquelas relacionadas à alocação de direitos políticos e econômicos entre seus diversos participantes, à definição de sua estrutura decisória e administrativa e ao regime de sua definição de resultados, consistem em severas restrições aos agentes que buscam captar recursos no mercado de valores mobiliários.

De outra ponta, no exercício do cumprimento do outro mandamento imposto à CVM, o de promover a formação do capital através do mercado de valores mobiliários, é feito por meio de processos de abrandamento regulatório, ligados à concessão de dispensas ou instituições de regimes mais flexíveis, mediante certas contrapartidas ou limitações, para captação de recursos por meio desse mercado.

Ocorre que a excessiva flexibilidade em relação às regras concernentes ao acesso e à permanência no mercado de valores mobiliários por parte daqueles que almejam captar recursos, pode implicar riscos à proteção daqueles que disponibilizam seus recursos para tanto, o que é potencialmente prejudicial ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, uma vez que tais iniciativas regulatórias tradicionalmente embutem uma filosofia de liberdade, flexibilidade e dispensa de requisitos, que geram, em contrapartida, uma percepção de menor nível de informação disponível no mercado ou de incremento do risco de ocorrência de desvios ou operações fraudulentas, que passarão ao largo do escrutínio do regulador.

Assim, o que se vê é que a proteção aos investidores, em muitos momentos, traz custos diretos e indiretos que inviabilizam a utilização do mercado de valores mobiliários como alternativa à capitalização de sociedades empresárias, sobretudo nos seus estágios iniciais. Portanto, um regime regulatório balanceado, de forma que se deve exigir o custoso procedimento com a finalidade proteção aos investidores, quando há uma justificativa efetiva para sua imposição, considera os custos decorrentes *vis-à-vis* da tutela por ele concedida.

5. A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS

A presente seção destina-se à análise dos argumentos contrários à possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas. Em seguida, passar-se-á a confrontá-los com dois tipos de argumentos favoráveis à pretendida emissão – o primeiro a partir da análise do arcabouço normativo brasileiro e o segundo a partir de fundamentos regulatórios em comparação com a legislação de outros países.

5.1. Argumentos contrários à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas

Os defensores da impossibilidade de emissão de debêntures por limitadas argumentam que não há regime legal específico sobre o tema. Como as debêntures têm regramento próprio fixado na Lei das S.A., não se pode simplesmente transportar e aplicar suas regras para outro tipo jurídico.

Essa interpretação mais restritiva foi adotada pelas Juntas Comerciais do Estado de São Paulo e do Estado do Rio de Janeiro em casos concretos, sob a alegação de que: a) a Lei das S.A. foi expressa ao determinar que debêntures somente podem ser emitidas por “companhias”, o que incluiria exclusivamente sociedades anônimas e em comandita por ações; e b) a aplicação supletiva da Lei das Sociedades por Ações para limitadas depende de invocação expressa e se limita a preencher lacunas naquilo que for compatível com a natureza da limitada.

Renomados doutrinadores, como Tavares Borba⁷⁶, defendem a impossibilidade de debêntures por sociedades limitadas, ainda que regidas supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações, sob o argumento de que as debêntures seriam funcionalmente incompatíveis com as sociedades limitadas, tipo societário que não comporta valores mobiliários, como se depreende da seguinte leitura:

Assim uma série de institutos e regras que são típicos da sociedade anônima afiguravam-se, como continuam a se afigurar funcionalmente incompatíveis com a sociedade limitada. Esse era e é o caso de toda matéria atinente a valores mobiliários, tais como ações, debêntures e partes beneficiárias, os quais, pela natureza de títulos-valores, a serem ofertados à subscrição, não se coadunam com os fins e propósitos da sociedade limitada⁷⁷.

Entendidos os posicionamentos contrários, passa-se à apreciação dos argumentos favoráveis à emissão de debêntures na situação analisada.

⁷⁶ TAVARES BORBA, José Edwaldo. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Renovar, 2015. p. 28-29.

⁷⁷ *Id.*

5.2. Argumentos favoráveis à emissão de debêntures pelas sociedades limitadas

Neste item, ver-se-ão os argumentos que militam a favor da possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, sem a necessidade de alteração legislativa.

5.2.1. As hipóteses de emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas

Nos tópicos seguintes, abordar-se-ão situações em que a legislação brasileira, inclusive por meio de normas da CVM, autoriza a emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas. E, sendo a debênture um valor mobiliário, conforme visto na seção terceira deste trabalho, defende-se, assim, também, a sua emissão pelas sociedades limitadas, eis que não há disposição normativa em sentido contrário.

5.2.1.1. O art. 2º, § 2º da Lei n.º 6.385/76

A Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁷⁸ dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e, inclusive, foi responsável pela criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O art. 2º, inciso IV, desse dispositivo legal, com redação dada pela Lei n.º 10.303/2001 (BRASIL, 2001b)⁷⁹, define a debênture como espécie de valor mobiliário e, em seguida, no inciso I do parágrafo terceiro desse mesmo dispositivo, preleciona que pode a CVM exigir que os emissores dos valores mobiliários, dentre eles as debêntures, se constituam na forma de sociedade por ações.

Assim, resta claro que, de acordo com o art. 2º, § 3º, inciso I, da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁸⁰, não há nenhuma imposição legal da adoção da sociedade anônima como único tipo societário apto a emitir debênture. Ou, em outras palavras, qualquer tipo societário pode emitir debênture ou outros valores mobiliários, de forma que somente a CVM, no caso concreto, pode entender relevante a estruturação do emissor na forma de sociedade por ações, sem prévia definição legal nesse sentido.

Ademais, de acordo com o art. 2º, § 2º, da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁸¹, os emissores de valores mobiliários, seus administradores e controladores estarão sujeitos às

⁷⁸ *Op. cit.*

⁷⁹ *Op. cit.*

⁸⁰ *Op. cit.*

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima.

⁸¹ *Op. cit.*

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]

normas das companhias abertas. Ora, se há dispositivo legal estabelecendo que, se os emissores de valores mobiliários devem observar as normas das sociedades anônimas, conclui-se que tais emissores não adotam o tipo societário das sociedades por ações, pois, caso adotassem, por imperativo lógico, já observariam a disciplina legal do seu tipo societário. Aqui é importante frisar que a norma não contém palavras inúteis, pois, nos ensinamentos do ilustre Carlos Maximiliano⁸², “[...] não se presumem, na lei, palavras inúteis” e “[...] as expressões do Direito interpretam-se de modo que não resultem sem significação real, vocábulos supérfluos, ociosos e inúteis”. Logo, se o entendimento fosse apenas de emissão de valores mobiliários por companhias, não haveria a necessidade de se incluir o § 2º do art. 2º da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁸³.

Dessa forma, “cai por terra” o argumento de que a legislação veda a emissão de valores mobiliários, dentre eles debênture, por sociedades limitadas.

5.2.1.2. A mudança de interpretação dada nas IN/CVM 202 e 480

O art. 1º da Instrução CVM n.º 202/93 (BRASIL, 1993)⁸⁴ estabelecia que somente seriam admitidos a negociação, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, os valores mobiliários (dentre eles, as debêntures) emitidos por sociedades por ações, exigindo-se, ainda, o prévio registro delas naquela Autarquia.

Ocorre que referida Instrução foi revogada pela Instrução CVM n.º 480/09 (BRASIL, 2009a)⁸⁵, que passou a admitir, em seu art. 1º⁸⁶, a negociação de valores mobiliários, em mercado regulamentado no Brasil, por “emissor” que tenha se registrado previamente na CVM. Aqui constata-se que a CVM, no exercício de seu poder regulatório, optou por extirpar da norma

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

⁸² MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 18. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2000. p. 250.

⁸³ *Op. cit.*

⁸⁴ Art. 1º. A negociação de valores mobiliários, emitidos por sociedades por ações, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão, depende de prévio registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de acordo com as normas previstas na presente Instrução.

BRASIL. **Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993**. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, consolidando as Instruções CVM n.ºs. 60, de 14 de janeiro, 73, de 22 de dezembro, ambas de 1987, 118, de 7 de maio, e 127, de 26 de julho, ambas de 1990. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

⁸⁵ BRASIL. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

⁸⁶ Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.

a expressão “sociedades por ações”, substituindo-a por “emissor”, mantendo-se inalterada a outra imposição contida na revogada Instrução CVM n.º 202/93 (BRASIL, 1993)⁸⁷: a necessidade de prévio registro naquela Autarquia.

A constatação acima explanada fica mais evidente ainda por força do § 2º do art. 1º da Instrução CVM n.º 480/09 (BRASIL, 2009a)⁸⁸, o qual preconiza que o emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso. Isto é, admite que outros tipos societários que não as sociedades por ações emitam valores mobiliários, desde que autorizados pela CVM.

5.2.1.3. Emissão de notas comerciais na Lei n.º 14.195/21 e de notas comerciais do agronegócio por limitadas no art. 33 da IN/CVM 480

Uma das principais novidades trazidas pela Medida Provisória n.º 1.040 (BRASIL, 2021a)⁸⁹, convertida na Lei n.º 14.195/21 (BRASIL, 2021b)⁹⁰, é a possibilidade de emissão de Notas Comerciais (similares às debêntures) por sociedades limitadas, ou seja, a emissão de um título de dívida em troca de um direito de crédito de referida sociedade.

⁸⁷ *Op. cit.*

⁸⁸ *Op. cit.*

§ 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso.

⁸⁹ BRASIL. **Medida Provisória nº 1.040, de 29 de março de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.040-de-29-de-marco-de-2021-311282231>. Acesso em: 11 nov. 2021.

⁹⁰ BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis nºs 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei nº 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis nºs 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos nºs 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei nºs 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis nºs 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei nºs 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>. Acesso em: 11 nov. 2021.

O art. 45 da Lei n.º 14.195/21 (BRASIL, 2021b)⁹¹ é expresso ao afirmar que podem emitir nota comercial não apenas as sociedades por ações, mas também as sociedades limitadas e as cooperativas. Até então, a emissão de debêntures era restrita apenas às sociedades por ações (S.A.), porém a ideia da MP n.º 1.040 (BRASIL, 2021a)⁹² é possibilitar que as sociedades limitadas também tenham a possibilidade de emitir títulos representativos de dívidas mediante a emissão das Notas Comerciais.

Ademais, o art. 33 da Instrução CVM 480/09 (BRASIL, 2009a)⁹³ autoriza que sociedades limitadas emitam notas comerciais e Cédulas de Crédito Bancário (CDB). Ainda, o parágrafo primeiro desse artigo estabelece que, além das sociedades por ações e das sociedades limitadas, cooperativas agrícolas – que nem chegam a ser tipo societário – podem emitir, exclusivamente, notas comerciais do agronegócio (NCA), inclusive para a distribuição ou negociação pública.

Esclarece-se que as notas comerciais, também conhecidas pelo termo em inglês, *comercial papers*, ostentam a natureza jurídica de valor mobiliário desde a edição da Resolução CVM n.º 1.793/90 (BRASIL, 1990)⁹⁴, que em seu art. 1º as considerou como valor mobiliário, para os efeitos da Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976a)⁹⁵. Além disso, a Instrução CMV n.º 566/2015 (BRASIL, 2015)⁹⁶, em seu art. 2º, admite que as sociedades limitadas possam emitir, para distribuição pública, notas comerciais. A mencionada instrução disciplina a emissão pública das notas comerciais, estabelecendo, entre outras regras, que o prazo de resgate não pode ser superior a 360 (trezentos e sessenta) dias e que a data de vencimento de cada série deve ser necessariamente única. Para que esse tipo de título seja emitido, é necessário que haja uma expressa autorização no contrato social da sociedade, e como principais requisitos de validade da nota comercial, conforme previsto no artigo 7º da instrução.

Inequívoco, portanto, que a CVM, autarquia responsável pela disciplina do mercado de valores mobiliários no Brasil, admite expressamente a emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas.

5.2.1.4.IN/CVM 476: emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com esforços restritos

⁹¹ *Id.*

⁹² *Op. cit.*

⁹³ *Op. cit.*

⁹⁴ BRASIL. Resolução CVM n.º 1.793/90.

⁹⁵ *Op. cit.*

⁹⁶ *Op. cit.*

Conforme já mencionado no item 5.2.2 desta seção, o art. 8º da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)⁹⁷ atribui à CVM a competência de promover a regulação do mercado de valores mobiliários e, no exercício dessa competência, foi editada a Instrução CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)⁹⁸, que instituiu um regime especial para realização de transações qualificadas como “ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”, com a finalidade de criar um mecanismo facilitado para a realização de determinadas ofertas que contassem, simultaneamente, com a limitação qualitativa e quantitativa quanto aos seus destinatários.

Nesse sentido, a Instrução CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)⁹⁹ prevê dois regramentos distintos para disciplina da oferta de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos: um destinado aos valores mobiliários representativos de dívida (nos quais se enquadram as debêntures¹⁰⁰), mas não conversíveis, e outro destinado às ações ou outros valores mobiliários nelas lastreados conversíveis ou permutáveis. O primeiro regramento dispensa o prévio registro do emissor junto à CVM.

Uma das grandes críticas que a doutrina faz à Instrução em questão é que referida norma instituiu um rol taxativo de valores mobiliários que poderão ser objeto de ofertas públicas com esforços restritos e sem necessidade de prévio registro do emissor junto à CVM. Essa circunstância restringe a sua utilização por empresas que se encontram em estágios iniciais de desenvolvimento e até mesmo a distribuição de valores mobiliários atípicos.

Quando da edição dessa Instrução, a CVM realizou audiência pública, na qual essa Autarquia questionou a opinião do mercado a respeito das vantagens e desvantagens de eventual limitação do alcance da instrução às ofertas de valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas.

Nessa audiência, a Associação Brasileira de Companhias Abertas, o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores, o Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados, a Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM e o Veirano Advogados manifestaram-se favoravelmente à limitação do escopo da instrução aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas por entenderem, em linhas gerais, que a Lei n.º 6.404/76 (BRASIL, 1976b)¹⁰¹ contempla uma série de regras com as quais os participantes do mercado e os investidores em geral já se acostumaram

⁹⁷ *Op. cit.*

⁹⁸ BRASIL. **Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

⁹⁹ *Id.*

¹⁰⁰ Art. 1º, § 1º, inciso III da Instrução CVM n.º 476/2009.

¹⁰¹ *Op. cit.*

durante toda sua vigência. Em sentido diametralmente oposto, a Associação Brasileira de Bancos Internacionais, a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, o Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados, o Itaú BBA, Levy Salomão Advogados, o Lobo De Rizzo Advogados, o Rocha, Trindade & Menegaz Advogados Associados e o Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch Advogados manifestaram-se contrariamente à limitação do escopo da Minuta aos valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, sob a alegação de que a exclusão dos valores mobiliários emitidos por limitadas do escopo da Minuta impediria a maior parte das empresas brasileiras, inclusive empresas de médio e grande porte, de tirar proveito do mecanismo de captação que se pretende criar com a instrução, o que, evidentemente, contraria a intenção da CVM de facilitar o acesso ao mercado de capitais (BRASIL, 2008)¹⁰².

Nesse sentido a CVM entendeu que: “Considerando as manifestações recebidas, a SDM¹⁰³ não se convenceu da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários” (BRASIL, 2008, p. 5)¹⁰⁴. Afirmou ainda que a opinião da SDM, que se baseia na jurisprudência do colegiado da CVM, entende que a forma de organização societária é irrelevante para se verificar a competência dessa autarquia quanto à aplicação das penalidades estabelecidas no art. 11 da Lei no 6.385, de 1976 (BRASIL, 1976a)¹⁰⁵.

Ora, o que se conclui é que a CVM, por intermédio da Instrução CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁰⁶, admite a emissão de debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, com esforços restritos, isto é, destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, independentemente do tipo societário do emissor.

5.2.2. Os argumentos extraídos da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19)

5.2.2.1. Os princípios constitucionais da liberdade de iniciativa e da liberdade econômica

O princípio da liberdade de iniciativa, constitucional e geral, é intrínseco ao modo de produção capitalista em que os bens e os serviços de que necessitam ou desejam as pessoas são fornecidos preponderantemente por empresas privadas.

¹⁰² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise SDM Audiência Pública nº 05/2008**. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf. Acesso em: 11 nov. 2021.

¹⁰³ A sigla SDM, neste contexto, refere-se a Sistema de Decisões Monocráticas.

¹⁰⁴ *Id.*

¹⁰⁵ *Op. cit.*

¹⁰⁶ *Op. cit.*

A liberdade de iniciativa no campo econômico compreende a liberdade de trabalho e de empreender, e pressupõe o direito de propriedade e, essencialmente, a liberdade de contratar. Decorre da livre iniciativa, prevista como fundamento da República, nos termos do seu artigo 1º, IV. Assim, o direito ao livre exercício da atividade econômica é consequência do princípio da livre iniciativa.

O princípio da liberdade de iniciativa possui dois vetores: a) o primeiro, como uma limitação ao Estado de intervenção na atividade econômica, o que é estudado pelo Direito Público; b) o segundo, como uma coibição de práticas empresariais que ameçam a liberdade de iniciativa.

Esse princípio pode ser limitado pelo Estado, ou seja, é possível a limitação estatal ao princípio da liberdade de iniciativa, nos termos da lei. Pode-se exemplificar como formas dessa limitação: a) autorização para o exercício de determinadas atividades; b) intervenção direta na atividade econômica, nas hipóteses de relevante interesse coletivo; c) punição de atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular e reprimindo o abuso do poder econômico que visem à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros. Tais limitações têm por fim garantir a realização da justiça social e do bem-estar coletivo.

Destacam-se três desdobramentos que podem ser extraídos do princípio da liberdade de iniciativa:

1) Reconhecimento do lucro como principal fator de motivação da iniciativa privada, tendo em vista que o empresário desenvolve a atividade empresarial para obtê-lo, de modo individual e egoísta, o que, contudo, não permite que o lucro seja jurídica e moralmente condenado. Ao contrário, deve ser incentivado;

2) Proteção jurídica do lucro, como fator de suma importância da sociedade o que atende não só ao interesse do empresário, mas também de toda sociedade;

3) Reconhecimento da imprescindibilidade da empresa, no capitalismo, como geradora de empregos, tributos e riqueza. Ao lado da empresa, orbitam interesses dos trabalhadores, consumidores e do próprio interesse arrecadatório do Estado. A livre iniciativa não se reduz à mera liberdade econômica ou de iniciativa econômica, cujo titular seria a empresa. O seu conteúdo é mais amplo. Conforme leciona o ilustre Eros Grau (2008, p. 206)¹⁰⁷,

Importa deixar bem fincado que livre iniciativa é expressão de liberdade titulada não apenas pela empresa, mas também pelo trabalho. A Constituição, ao contemplar a livre iniciativa, a ela só opõe, ainda que não a exclua, a “iniciativa do Estado”, não a privilegia, assim, como bem pertinente apenas à empresa.

¹⁰⁷ GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988**. 13. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

A Lei n.º 13.874 de 20 de setembro de 2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica (BRASIL, 2019a)¹⁰⁸, pode ser compreendida como uma positivação legislativa do princípio da liberdade de iniciativa. Assim, referido diploma legal, em seu artigo 2, inciso I, estabelece, dentre os princípios que o norteiam, a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas.

Ademais, a Lei da Liberdade Econômica, em seu capítulo quarto, artigo 4, densifica o princípio da livre iniciativa ao instituir as garantias de livre iniciativa, conforme se depreende de sua leitura:

Art. 4º É dever da administração pública e das demais entidades que se vinculam a esta Lei, no exercício de regulamentação de norma pública pertencente à legislação sobre a qual esta Lei versa, exceto se em estrito cumprimento a previsão explícita em lei, evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente:

I - criar reserva de mercado ao favorecer, na regulação, grupo econômico, ou profissional, em prejuízo dos demais concorrentes;

II - redigir enunciados que impeçam a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado;

III - exigir especificação técnica que não seja necessária para atingir o fim desejado;

IV - redigir enunciados que impeçam ou retardem a inovação e a adoção de novas tecnologias, processos ou modelos de negócios, ressalvadas as situações consideradas em regulamento como de alto risco;

V - aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios;

VI - criar demanda artificial ou compulsória de produto, serviço ou atividade profissional, inclusive de uso de cartórios, registros ou cadastros;

VII - introduzir limites à livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas;

VIII - restringir o uso e o exercício da publicidade e propaganda sobre um setor econômico, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei federal; e

IX - exigir, sob o pretexto de inscrição tributária, requerimentos de outra natureza de maneira a mitigar os efeitos do inciso I do caput do art. 3º desta Lei (BRASIL, 2019a)¹⁰⁹.

Constata-se que a liberdade de iniciativa é assegurada pelo artigo em comento, com a vedação de intervenção estatal indevida no exercício da atividade econômica, inclusive por intermédio de seu papel regulatório, nos incisos III, ao impedir exigências técnicas desnecessárias; IV, vedando a edição de enunciados que impeçam o desenvolvimento tecnológico; VI, proibindo a criação de demandas artificiais de produtos, serviços ou atividades profissionais; V, vedando o aumento de custos de transações desnecessários; VII, impedindo a limitação de formação de sociedades empresárias ou de exercício de atividade empresarial; e VIII, impossibilitando, excetuadas as disposições legais, restrições na publicidade e propaganda de setores econômicos.

¹⁰⁸ *Op. cit.*

¹⁰⁹ *Op. cit.*

O impedimento da emissão de debêntures por sociedades limitadas, sem qualquer previsão legal nesse sentido, contraria o princípio constitucional da livre iniciativa, pois cerceia sem qualquer justificção jurídica, positivada ou não, a liberdade de contratar. A partir do momento em que o empresário é impedido de contratar com outrem determinada forma de financiamento de sua atividade, a sua liberdade de contratação resta injustificadamente violada.

Essa violação fica ainda mais evidente quando se contrasta a vedação em questão com os dispositivos da Lei da Liberdade Econômica que, conforme dito acima, densificou o princípio da liberdade de iniciativa.

Nesse sentido, impedir que o empresário organizado sob a forma de sociedade limitada, emita debêntures é, também, impedi-lo de ter acesso a mecanismos de financiamento alternativos ao tradicional financiamento bancário. E a consequência desse impedimento é o aumento do custo de seu financiamento – abordada na seção quatro deste trabalho – que traz como consequência inevitável o aumento desnecessário dos custos de transações, o que viola o disposto no art. 4º, inciso V, da Lei da Liberdade Econômica.

Do mesmo modo, impedir que sociedades limitadas emitam debêntures pode forçar diversas sociedades empresárias que se constituam sob a forma de sociedades por ações, o que configura o exercício do poder regulatório estatal de forma a limitar a livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas e, assim, ofende ao disposto no art. 4º, inciso VII, da Lei da Liberdade Econômica

5.2.2.2.A análise de impacto regulatório

O artigo 5º da Lei da Liberdade Econômica¹¹⁰ trouxe a necessidade de a Administração Pública, direta e indireta, no exercício da função regulatória de atos de interesses de agentes econômicos e usuários de serviços, de promover análise de impacto regulatório, a qual deverá conter os possíveis efeitos do ato para mensurar a razoabilidade de seu impacto econômico.

Assim a análise de impacto regulatório (AIR) pode ser conceituada como procedimento administrativo, no qual se promove a coleta de dados, que, uma vez analisados, permite à

¹¹⁰ Art. 5º As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico.

Parágrafo único. Regulamento disporá sobre a data de início da exigência de que trata o caput deste artigo e sobre o conteúdo, a metodologia da análise de impacto regulatório, os quesitos mínimos a serem objeto de exame, as hipóteses em que será obrigatória sua realização e as hipóteses em que poderá ser dispensada.

Administração Pública, direta e indireta, verificar os benefícios de determinado ato administrativo disciplinador, já editado ou a ser editado, ponderando seus custos, benefícios e consequências para todos os seus destinatários, em especial os empresários e usuários de serviços públicos. Busca uma maior racionalidade da normatização por parte da Administração Pública, aprimorando os mecanismos de concepção e implementação das medidas.

A AIR é dirigida à Administração Pública como um todo, isto é, órgãos, autarquias, fundações, empresas públicas e sociedade de economia mista, desde que no exercício de atos administrativos normativos, não se aplicando à função legiferante (de edição de leis). É bastante comum pensarmos que o exercício da função regulatória se dá no Executivo (neste trabalho, vê-se com intensidade a regulação exercida pela CVM), mas o Legislativo e Judiciário exercem função regulatória, como as resoluções do Conselho Nacional de Justiça (CNJ) e atos administrativos internos das duas casas do Congresso Nacional. Ademais, deve ser utilizada sempre que o ato produzir efeitos perante agentes econômicos (fornecedores e consumidores) e usuários de serviços públicos.

A operacionalização da AIR se dá mediante a ponderação dos efeitos que se espera do ato a ser editado com seus custos, benefícios e demais consequências, ou do ato já editado, caso em que se agregam à ponderação os efeitos já constatados do ato. Como método de ponderação de AIR tem-se o de análise de custo-benefício, em que se precificam os custos e benefícios decorrentes do ato a ser editado e o de análise de custo-efetividade, no qual se promove uma comparação entre os custos do ato com os de medidas alternativas e seus possíveis resultados.

O parágrafo único do artigo 3º estabelece que cada unidade da Administração Pública poderá disciplinar: a) vigência da obrigatoriedade da adoção da AIR; b) sua metodologia e conteúdo; c) requisitos mínimos a serem examinados; e d) hipóteses de dispensa e de obrigatoriedade. Aqui, entende-se que o legislador caminhou bem, pois cada unidade administrativa (e não se está falando apenas de ente administrativo) terá melhores condições para definir o início da realização obrigatória da AIR, preparando-se para tanto até a data por eles fixada. Outrossim, tendo em vista que a AIR logicamente envolve custos, não é razoável exigir sua aplicação uniforme em todos os atos administrativos a serem editados e nem sua realização em todo e qualquer caso, sob pena de se comprometer a própria eficiência da Administração Pública.

Antes de ser abordada a AIR na problemática de emissão de debêntures por sociedades limitadas, é preciso lembrar que não há no Brasil exercício regulatório estatal sob a questão que a vede expressamente.

Todavia, caso venha a surgir regulação sobre tal questão, é necessário que esta seja

exercida observando os requisitos da AIR estabelecidos no artigo 5º da Lei da Liberdade Econômica. Isto é, é preciso que qualquer disciplina da emissão de debênture por sociedades limitadas seja feita por meio da ponderação dos efeitos que se espera do ato a ser editado com seus custos, benefícios e demais consequências, promovendo-se uma comparação entre os custos do ato com os de medidas alternativas e seus possíveis resultados.

Indo mais longe, caso se pretenda vedar a emissão de debêntures por limitadas, é preciso justificar a metodologia utilizada para aferir sua necessidade ou, num contexto mais amplo, na regulação da emissão de valores mobiliários, explicitar os requisitos mínimos a serem examinados e as hipóteses de dispensa e de obrigatoriedade, o que, necessariamente, abordará a sua emissão pelos tipos societários existentes.

5.2.2.3. A interpretação do negócio jurídico

Várias foram as alterações promovidas no Código Civil pela Lei da Liberdade Econômica quanto aos critérios interpretativos do negócio jurídico e do contrato. Para uma melhor compreensão do tema, é interessante ter em mente que, não obstante a autonomia do Direito Empresarial, parte relevante da disciplina dos contratos empresariais está inserida no Código Civil, o que é criticado por alguns doutrinadores, pelo fato de que a teoria geral dos contratos civilistas não poderia se aplicar aos contratos empresariais, na medida em que nestes as partes que figuram nos polos da relação jurídica possuem qualidades que lhe são próprias dos contratos em geral. Fala-se que os contratos devem ser compreendidos e utilizados de acordo com o sistema em que são inseridos¹¹¹ e, assim, seria um equívoco interpretar os contratos empresariais de acordo com o sistema do Código Civil¹¹².

Nesse sentido, a Lei da Liberdade Econômica tenta corrigir as dificuldades decorrentes da disciplina dos contratos empresariais no mesmo diploma que os demais contratos civis, por meio da modificação dos artigos que a seguir serão comentados.

O estudo dos parágrafos primeiro e segundo do art. 113 do Código Civil será feito para os **negócios jurídicos nos quais figuram em seus polos aqueles que exercem a empresa**, ou seja, a atividade econômica, profissionalmente organizada, para a produção e/ou circulação de

¹¹¹ DE FRADERA, Vera Jacob. Art. 7º: Liberdade Contratual e Função Social do Contrato – Art. 421 do Código Civil. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR, Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Coords.). **Comentários à lei de Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 293-308. p. 294.

¹¹² MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial** / Atual. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 62.

produtos e serviços (contrato estritamente empresarial). O *caput* do artigo 113 previa que a interpretação dos negócios jurídicos devesse ser feita de acordo com a boa fé e os usos e costumes do local de sua celebração. O que a lei da Liberdade Econômica introduz no Diploma Civilista, ao modificar a redação desse dispositivo, são critérios mais específicos de se promover essa interpretação, que a seguir se transcrevem:

- § 1º A interpretação do negócio jurídico deve lhe atribuir o sentido que:
- I - for confirmado pelo comportamento das partes posterior à celebração do negócio;
 - II - corresponder aos usos, costumes e práticas do mercado relativas ao tipo de negócio;
 - III - corresponder à boa-fé;
 - IV - for mais benéfico à parte que não redigiu o dispositivo, se identificável; e
 - V - corresponder a qual seria a razoável negociação das partes sobre a questão discutida, inferida das demais disposições do negócio e da racionalidade econômica das partes, consideradas as informações disponíveis no momento de sua celebração.
- § 2º As partes poderão livremente pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração dos negócios jurídicos diversas daquelas previstas em lei (BRASIL, 2002)¹¹³.

Assim, o inciso I estabelece que **a interpretação do negócio jurídico empresarial deve se ater ao sentido que resultar do comportamento das partes posterior a sua celebração**. Se após a realização do negócio as partes agem conforme nele pontuado, sem protestos, é de se presumir que a vontade acertada e expressa corresponde à real. Somente se afasta o sentido resultante de determinado negócio se se comprovar que sua execução se dá de forma diferente/diversa daquela ajustada entre as partes.

Por sua vez, o inciso II prevê que **os usos e costumes** que servem para a interpretação do negócio jurídico, **devem ser observados no segmento econômico em que estão inseridas as partes celebrantes do negócio**. O conhecimento das partes sobre os usos e costumes do setor econômico em que desempenham suas atividades permite uma melhor alocação de riscos o que acaba por reduzir os custos de transação decorrentes do negócio jurídico¹¹⁴.

O inciso III estabelece que **a interpretação do negócio jurídico deve corresponder à boa-fé**, que deve ser compreendida como a **objetiva**, isto é, que resulta de comportamentos esperados de agentes que atuam em determinados ramos da economia, afastando-se da boa-fé subjetiva, entendida como uma concepção individual e pessoal de se observar o direito.

Já o inciso IV preconiza que, nos negócios jurídicos empresariais, caso haja dúvida em sua interpretação, esta deve ser benéfica àquele que não redigiu o dispositivo negocial. É que no Direito Empresarial, pelo caráter econômico e profissional da atividade desempenhada pelas

¹¹³ *Op. cit.*

¹¹⁴ FORGIONI, Paula A. A Interpretação dos Negócios Jurídicos II – Alteração Do Art. 113 Do Código Civil: Art. 7º. *In*: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR, Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Coords.). **Comentários à lei de Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 363-394. p. 379.

partes, presume-se que aquele que redigiu o texto a ser interpretado adotou todos os cuidados necessários, devendo ser responsabilizado por alguma falha de redação a que deu causa.

O inciso V traz conceitos inovadores, prevendo que, havendo dúvida na interpretação dos negócios empresariais, se deve buscar o sentido que corresponda ao razoavelmente celebrado entre as partes, extraindo-o das informações à disposição destas quando da celebração do negócio, das demais cláusulas negociais e da racionalidade econômica das partes. Esse conceito pode ser entendido como o comportamento adotado pelos agentes que rotineiramente atuam em determinado segmento econômico, em seus negócios jurídicos, sempre com a finalidade de exercerem a atividade empresarial. Assim, o que se deve investigar é: em certo ramo da economia, as partes que nele usualmente celebram negócios jurídicos esperam o quê? Qual a finalidade ou a justificativa que resultam da prática do negócio? As respostas a essas perguntas esclarecem a racionalidade econômica da avença que, junto com os demais dispositivos negociais e com as informações que as partes possuem, permite que se chegue ao sentido razoável da disposição a ser interpretada.

Por fim, o parágrafo segundo do art. 113 estabelece que as partes podem pactuar regras de interpretação, de preenchimento de lacunas e de integração de negócios jurídicos, ainda que de forma diversa daquelas previstas em lei. Assim, conclui-se que o legislador entende que regras interpretativas, inclusive as do parágrafo primeiro, não se trata de regras cogentes, podendo, assim, serem afastadas entre as partes. Por exemplo, em tese, as partes podem definir que uma delas possui certo grau de vulnerabilidade a justificar que toda interpretação negocial seja feita em seu favor, ainda que tenha redigido todas as cláusulas.

5.2.3. O direito comparado.

Não há na legislação brasileira nenhum dispositivo normativo que veda, de forma expressa, a emissão de debênture por sociedades de responsabilidade limitada. De outra ponta, diversos outros países, que também adotam o sistema da *civil law*, permitem a emissão de valores mobiliários por sociedades de responsabilidade limitada. Veja-se.

A legislação espanhola, no art. 9º da Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada (ESPANHA, 1995)¹¹⁵, preleciona que “La sociedad de responsabilidad limitada no podrá acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros

¹¹⁵ ESPANHA. **Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada**. Norma derogada por la disposición derogatoria única.3 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Ref. BOE-A-2010-10544. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-7240>. Acesso em: 11 nov. 2021.

valores negociables agrupados en emisiones”, justificando essa vedação, em sua exposição de motivos, pelo fato de que:

En este sentido, es esencial para la sociedad de responsabilidad limitada su carácter de sociedad cerrada, de modo tal que, a diferencia de las acciones, las participaciones sociales no puedan ser libremente transmisibles con carácter general. De otro lado, y por la misma razón, debe prohibirse a esta forma social todo cuanto suponga recurrir al ahorro colectivo como medio directo de financiación (ESPANHA, 1995)¹¹⁶.

De forma diversa, o Direito Italiano admite a emissão de *titoli di debiti* por sociedades limitadas desde que previsto em seu ato constitutivo, conforme preconiza o art. 2.483 do *Codice Civile Italiano*¹¹⁷, como se depreende da sua leitura:

Art. 2483.

Emissione di titoli di debito.

Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.

I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità.

Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società e alle riserve di attività.

Em tais situações, os valores mobiliários emitidos apenas podem ser subscritos por investidores profissionais sujeitos a supervisão prudencial ao abrigo de legislação especial, de forma semelhante ao admitido no Brasil pela Instrução CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹¹⁸, a ser abordado no item 5.2.6 desta seção.

Ainda trazemos à baila a legislação francesa, que prevê a emissão de obrigações por sociedades limitadas, desde que tenha nomeado um auditor e cujas contas dos últimos três anos tenham sido devidamente aprovadas pelos sócios e que não façam uma oferta pública desses títulos ou que façam uma oferta referida no inciso ou parágrafo 1º do Artigo L. 411-2 do Código Monetário e Financeiro (FRANÇA, 2019a)¹¹⁹. Ainda, exige-se que a tais sociedades emissoras

¹¹⁶ *Id.*

¹¹⁷ ITALIA. *Codice Civile* > LIBRO QUINTO - Del lavoro > Titolo V - Delle società > Capo VII - Della società a responsabilità limitata > Sezione V - **Delle modificazioni dell'atto costitutivo** > Articolo 2483. Disponível em: <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-vii/sezione-v/art2483.html>. Acesso em: 14 nov. 2021.

¹¹⁸ *Op. cit.*

¹¹⁹ FRANÇA. **Code monétaire et financier. Article L411-2.** Version en vigueur depuis le 23 octobre 2019. Modifié par Ordonnance n°2019-1067 du 21 octobre 2019 - art. 10. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000039260673/. Acesso em: 14 nov. 2021.

seja aplicada supletivamente a legislação das sociedades anônimas, o que é uma das premissas, inclusive, utilizada para defender a possibilidade de emissão de debênture por limitadas no Brasil. Veja o que dispõe o art. Article L223-11 do Code de Commerce, *in verbis*:

Une société à responsabilité limitée, ayant désigné un commissaire aux comptes et dont les comptes des trois derniers exercices de douze mois ont été régulièrement approuvés par les associés, peut émettre des obligations nominatives à condition qu'elle ne procède pas à une offre au public de ces obligations ou qu'elle procède à une offre mentionnée au 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier.

L'émission d'obligations est décidée par l'assemblée des associés conformément aux dispositions applicables aux assemblées générales d'actionnaires. Ces titres sont soumis aux dispositions applicables aux obligations émises par les sociétés par actions, à l'exclusion de celles prévues par les articles L. 228-39 à L. 228-43 et L. 228-51.

Le non-respect de l'une des conditions édictées aux alinéas précédents est sanctionné par la nullité des contrats conclus ou des obligations émises.

A peine de nullité de la garantie, il est interdit à une société à responsabilité limitée de garantir une émission de valeurs mobilières, sauf si l'émission est faite par une société de développement régional ou s'il s'agit d'une émission d'obligations bénéficiant de la garantie subsidiaire de l'Etat (FRANÇA, 2019b)¹²⁰.

Por todo o exposto, verifica-se que no Direito comparado, à exceção do caso espanhol, é comum a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas.

6. A PREVISÃO DE EMISSÃO DE DEBÊNTURE NO TEXTO DA MEDIDA PROVISÓRIA N.º 881/19 e O PROJETO DE LEI N.º 3.324/20

Na seção acima, analisou-se a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, com fundamento no arcabouço normativo brasileiro, isto é, com base na legislação atual. Todavia, a emissão de debêntures por limitadas já foi objeto da Medida Provisória n.º

¹²⁰ FRANÇA. **Code de commerce**: Chapitre III : Des sociétés à responsabilité limitée. Article L223-11. Version en vigueur depuis le 23 octobre 2019. Modifié par Ordonnance n°2019-1067 du 21 octobre 2019 - art. 2. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000039260280/. Acesso em: 14 nov. 2021.

881/19 (BRASIL, 2019b)¹²¹ e do Projeto de Lei n.º 3.324/20 (BRASIL, 2020)¹²², que serão analisados a seguir nesta seção.

A Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019, conhecida como Lei da Liberdade Econômica (BRASIL, 2019a)¹²³, teve origem na Medida Provisória n.º 881 de 30 de abril de 2019 (BRASIL, 2019b)¹²⁴, tendo sido aprovada após intensos debates no Congresso Nacional. Destaca-se que tal lei promoveu mudanças na redação da medida provisória (MP) da qual resultou.

Durante a tramitação da MP da Liberdade Econômica, o Deputado Federal Alexis Fonteyne (NOVO/SP) apresentou a Emenda na Comissão de n.º 254/2019 (BRASIL, 2019c)¹²⁵ – emenda aditiva – ao projeto de conversão em lei da Medida Provisória n.º 881 de 30 de abril de 2019 (BRASIL, 2019b)¹²⁶, no qual se propôs que o art. 1.053 da Lei n.º 10.406/2002, Código Civil (BRASIL, 2002)¹²⁷, inserido pelo art. 7 da referida Medida Provisória, passasse a vigorar com a seguinte redação:

Art.7º:
 Art. 1.053.....
 § 1º.....
 § 2º A sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos titulares direito de crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado, conforme regulamentação da CVM.
 I - Será privada a emissão de debêntures pela sociedade limitada.
 II - A sociedade pode, até o montante do saldo de lucros e reservas, mediante alteração do contrato social, adquirir quotas de sócio para mantê-las em tesouraria.
 III - As quotas em tesouraria não conferem direito a voto nem a participação nos lucros.
 IV - As quotas em tesouraria podem ser, mediante alteração do contrato social, alienadas pela sociedade ou canceladas. , neste último caso, com redução do capital social.
 V - No caso de alienação de quotas em tesouraria, cada sócio tem direito de preferência em igualdade de condições, proporcionalmente à sua participação no capital social, nas quotas da mesma classe, bem como o de acrescer, na hipótese de outro sócio não exercer este direito.

Referida emenda trouxe a seguinte justificativa:

Debenture é um título de crédito ao portador que representa uma dívida, a juros, garantida pelo patrimônio do emitente; obrigação ao portador. A prática de emissão de debêntures apresenta segurança tanto para quem adquire esse tipo de título, bem como para a empresa emissora. Esta segurança permitirá que as taxas de juros que

¹²¹ *Op. cit.*

¹²² *Op. cit.*

¹²³ *Op. cit.*

¹²⁴ *Op. cit.*

¹²⁵ BRASIL. **Proposta de Emenda Aditiva à Medida Provisória n.º 881/2019, de 6 de maio de 2019.** Altera-se o art. 1.053 da Lei n.º 10.406/2002, inserido no art. 7 da Medida Provisória n.º 881/2019, para vigorar com a seguinte redação. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7948036&disposition=inline>. Acesso em: 11 nov. 2021.

¹²⁶ *Op. cit.*

¹²⁷ *Op. cit.*

regem estes empréstimos garantam acesso à crédito para empresas, sem a necessidade de empréstimos subsidiados pelo governo para garantir acesso à taxas mais baratas. O mercado de capitais é um sistema criado para facilitar a capitalização das empresas, contribuindo para a geração de riqueza à sociedade. Visa a distribuição de valores mobiliários, proporcionando liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizando seu processo de capitalização. Também possui como função primordial aproximar os dois principais agentes do mercado: o poupador, que tem excesso de recurso, mas não tem oportunidade de investi-lo em atividades produtivas e o tomador, que está em situação contrária. É constituído pelas bolsas, corretoras e outras instituições financeiras autorizadas. Os principais títulos negociados são os representativos do capital de empresas – as ações – ou de empréstimos tomados, via mercado, por empresas – debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e comercial papers - que permitem a circulação de capital para custear o desenvolvimento econômico (ABREU, 2017, s/p).

Neste sentido, o acesso à esta ferramenta de alavancagem financeira poderá garantir o surgimento de um mercado secundário de negociação destes títulos, fortalecendo o mercado financeiro em torno das empresas nacionais, findando o paradoxo de que investimentos no mercado financeiro absorvem recursos que poderiam ir para o mercado de bens e serviços. Essa proposta colabora fortemente para que ocorra simultaneamente o fortalecimento do Mercado Financeiro no Brasil e o crescimento das empresas, gerando mais empregos e renda (BRASIL, 2019c)¹²⁸.

Entretanto, a Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 881/19 (BRASIL, 2019b)¹²⁹ afastou a emissão de debêntures por limitadas ao dizer que faltariam características necessárias ao bom funcionamento do título, como um regime informacional adequado ao acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas.

Mais do que isso, a Exposição de Motivos indica que empresas de pequeno e médio portes deveriam estruturar-se adequadamente à captação de recursos mediante a migração para o regime das sociedades anônimas e posterior entrada no mercado de capitais, conforme se depreende da leitura do seguinte trecho:

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

21. Assim, a chave de uma efetiva transformação no mercado de capitais está relacionada à migração dessas empresas para o regime das sociedades anônimas com o fim de se estruturarem adequadamente à captação de recursos e à entrada de investidores, o que passa, necessariamente, pela flexibilização, na medida correta, do regime da Lei das S.A. a empresas de pequeno e médio porte (BRASIL, 2019b)¹³⁰.

Entretanto, entende-se que o motivo apontado pela não aprovação da emenda que admitiria a emissão de debêntures por limitadas – regime informacional adequado ao

¹²⁸ *Op. cit.*

¹²⁹ *Op. cit.*

¹³⁰ *Id.*

acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas – pode ser sanado por meio da regulação estatal, conforme será demonstrado na seção 7 deste trabalho.

De outra ponta, o Projeto de Lei n.º 3.324/20 (BRASIL, 2020)¹³¹, de autoria do Senador Flávio Bolsonaro, pretende alterar a Lei n.º 10.406/02 (Código Civil) para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. Isto é, a admissão de debêntures por limitadas por força de inovação legislativa.

Antes de se analisar os dispositivos legais deste projeto de lei, traz-se à baila sua justificativa, *in verbis*:

Esta proposição, apresentada em virtude da necessidade de ampliar os instrumentos de captação de recursos disponíveis para as sociedades limitadas e cooperativas, ainda mais em tempos de crise decorrentes da pandemia do covid-19, tem por objetivo autorizar a emissão de debêntures por tais tipos societários.

As empresas brasileiras de menor porte, em boa parte sociedades limitadas, possuem grande dificuldade em obter empréstimos bancários.¹

Apesar de parte da doutrina² entender que a emissão de debêntures por sociedades limitadas é permitida, por ausência de expressa proibição em lei, as sociedades que tentaram emitir essa espécie de valor mobiliário de dívida, por meio de oferta privada, esbarram no entendimento das Juntas Comerciais no sentido de não admitir o arquivamento da escritura de emissão. Tais decisões administrativas foram proferidas em casos apresentados às Juntas Comerciais do Estado de São Paulo³ e do Rio de Janeiro.⁴ Esse entendimento das Juntas Comerciais encontra guarida na corrente contrária da doutrina, que entende que as sociedades limitadas não podem emitir debêntures.⁵ A impossibilidade de registro da escritura de emissão nas Juntas Comerciais impossibilita o uso desse importante instrumento de financiamento empresarial e afasta potenciais investidores.

6

A sociedade limitada é um dos tipos societários mais utilizados no Brasil e, com a flexibilização da Lei de Liberdade Econômica, que passou a admitir a sociedade limitada unipessoal, esse tipo societário tende a ser ainda mais utilizado pelos empresários, em substituição à EIRELI. Além disso, a sociedade limitada é o tipo preferido para a constituição de startups⁷, que têm papel relevante no desenvolvimento de inovações e vêm atraindo muitos investidores.⁸

As debêntures, por sua vez, são valores mobiliários de dívida amplamente utilizadas no Brasil por sociedades anônimas. Em 2019, as debêntures representaram quase 50% do total de emissões no mercado de capitais doméstico, com volume captado de R\$ 117,4 bilhões, conforme informações da ANBIMA.⁹

As debêntures têm regime jurídico consolidado, estável e amplamente conhecido pelos investidores; a alteração legislativa ora proposta conferirá segurança jurídica e ampliará, sobremaneira, o universo de empresas que poderão fazer uso desse reconhecido instrumento de financiamento empresarial.

A emissão de debêntures por sociedade limitada¹⁰ é prevista no ordenamento jurídico de outros países, tais como França, Itália, Portugal, Bélgica, Estados Unidos e Inglaterra.¹¹

A proposição se justifica, portanto, para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas ou cooperativas, aproveitando-se do regime já previsto na Lei no 6.404/76 (“LSA”). Aliás, vale mencionar que as debêntures já foram reguladas por lei especial (Decreto no 177-A, de 15 de setembro de 1.893) e, posteriormente, incorporadas ao estatuto jurídico das sociedades anônimas. As disposições contidas

¹³¹ *Op. cit.*

nos arts. 52 a 74 da LSA consolidaram o regime jurídico das debêntures e podem ser aproveitadas para a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas, ressalvadas as disposições que não forem compatíveis com o regime jurídico da sociedade emissora (p.ex., as normas aplicáveis às companhias abertas para as sociedades emissoras que não possuem registro em uma das categorias de emissor de valores mobiliários na CVM).¹²

Ademais, diante das dificuldades que as pequenas e médias empresas vem sofrendo para a obtenção de recursos necessários para enfrentamento dos efeitos da pandemia,¹³ o uso das debêntures pode servir de instrumento de ampliação da oferta de crédito no mercado. Note-se que a utilização de valores mobiliários para a captação de recursos por sociedade limitada não é novidade, vez que já existe a possibilidade de emissão de notas comerciais por esse tipo societário.¹⁴ Essa espécie de valor mobiliário, todavia, é de curto prazo¹⁵ e não atende a necessidade de recursos em maior escala (BRASIL, 2020)¹³².

A justificativa do projeto de lei está em sintonia com o presente trabalho, ao reconhecer que a sociedade limitada é o tipo societário mais utilizado no país, que essas sociedades possuem dificuldade de acesso ao mercado de capitais e que as debêntures são instrumentos bastante úteis na capitalização das sociedades por ações, podendo, também, ser utilizadas por sociedades limitadas. Reconhece, ainda, a resistência por parte das juntas comerciais na emissão desse valor mobiliário pelas limitadas.

Para análise dos dispositivos legais do projeto de lei, interessante transcrever o trecho inerente às sociedades limitadas, o que se faz adiante:

Art. 1º. Esta Lei autoriza a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas, observadas as disposições da Lei no 6.404 de 15 de dezembro de 1976 e as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

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

“**Art. 1.055-A.** A sociedade limitada poderá emitir debêntures, que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

§1º Aplicam-se às debêntures emitidas por sociedade limitada as disposições constantes nos arts. 52 a 74 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que forem compatíveis com o regime jurídico da sociedade emissora.

§2º As debêntures poderão ser convertidas ou permutadas em quotas da própria sociedade, não se aplicando ao aumento de capital derivado da conversão das debêntures o direito de preferência previsto no § 1º do art. 1.081.

§ 3º Os sócios terão direito de preferência para subscrever as debêntures conversíveis ou permutáveis em quotas da própria sociedade, respeitando-se a proporção de participação de cada sócio no capital social.

§ 4º A sociedade limitada que emitir debêntures deverá possuir os seguintes livros:

I – de Registro de Debêntures Nominativas; e

II - de Transferência de Debêntures Nominativas.

§ 5 A sociedade limitada que emitir debêntures deverá elaborar as demonstrações financeiras em conformidade com as normas aplicáveis às companhias fechadas.

§ 6 A oferta pública de debêntures por sociedade limitada será regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 7º A inscrição da escritura de emissão e o registro dos livros, previstos no § 4º do art. 1.055-A, nas Juntas Comerciais, serão regulamentados pelo Departamento

¹³² *Op. cit.*

Nacional de Registro Empresarial e Integração da Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia.”

“Art. 1.081.

.....
 § 4o O aumento de capital decorrente da conversão de debêntures prevista no §2o do art. 1.055-A dispensa prévia integralização do capital social” (BRASIL, 2020)¹³³.

A primeira alteração proposta pelo projeto se dá no art. 1.055 do Código Civil, que consiste na Seção II do Capítulo destinado às Sociedades Limitadas no Código Civil, o qual preleciona, de início, que as sociedades limitadas poderão emitir debêntures, que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. Veja que a redação do dispositivo legal é idêntica à do art. 52 da LSA, o qual define o conceito de debêntures nas sociedades por ações, alterando-se na redação apenas a nomenclatura do tipo societário.

É sabido que o capital social de uma limitada é dividido em quotas e, assim, a parcela do capital social detida pelos sócios, nesse tipo societário, são as quotas. Ademais, nas debêntures conversíveis o debenturista pode optar entre o recebimento do capital por ele disponibilizado à sociedade no negócio jurídico debenturista, ou vir a se tornar sócio da sociedade emissora adquirindo parcela de suas participações sociais (fração do capital social), na proporção do capital posto à disposição da sociedade, conforme definido na escritura de emissão. Nas sociedades por ações, nas quais o capital social é dividido em ações, as debêntures conversíveis o são em ações e, nas sociedades limitadas, cujo capital social é dividido em quotas, as debêntures conversíveis o são em quotas. Considerando que a redação do projeto de lei permite que as debêntures emitidas por sociedades limitadas sejam convertidas em participações societárias, isto é, quotas, necessária se faz a sua disciplina, o que o projeto de lei pretendeu fazer acrescentando o art. 1.055-A.

Referido disposto, em seu parágrafo 2º, preleciona que as debêntures poderão ser convertidas ou permutadas em quotas da própria sociedade, não se aplicando ao aumento de capital derivado da conversão das debêntures o direito de preferência previsto no § 1º do art. 1.081.

Ainda o *caput* do artigo estabelece que caso a sociedade limitada opte por emitir debênture, essa emissão será disciplinada pelos artigos 52 a 74 da LSA, que regulam a emissão de debêntures na sociedade por ações, naquilo que for compatível com o tipo limitada. Aqui, faz surgir o seguinte questionamento: resta superado o entendimento de que somente seria possível a emissão de debênture por limitada que prevê contratualmente a regência supletiva

¹³³ *Op. cit.*

pela LSA? O projeto de lei não faz nenhuma exigência nesse sentido, mas o fato é que a possibilidade de conversão de debênture emitida em quotas da sociedade, afasta seu caráter de sociedade de pessoas (*intuitu persone*) e a atrai para o de uma sociedade de capital (*intuitu pecuniae*), sendo, assim, um indicativo de que o contrato social, ainda que de forma não expressa, optou pela regência supletiva da LSA. É que a preponderância do caráter pessoal ou institucional de uma limitada depende das disposições constantes de seu contrato social, no que diz respeito às regras que disciplinam: a) a cessão de participações societárias e o ingresso de novos sócios; b) a exclusão e o regime de sucessão dos sócios; c) a estrutura de administração; e d) a dissolução da sociedade. E a possibilidade aquisição de quotas da sociedade através da aquisição e debêntures conversíveis. (Essa frase está solta. Falta um verbo, algo como: Há, ainda, a possibilidade de aquisição de quotas da sociedade por meio da aquisição de debêntures conversíveis.)

Voltando ao parágrafo segundo do art. 1.055-A, é importante esclarecer que o direito de preferência dos sócios não foi excluído, uma vez que os sócios terão direito de preferência para subscrever as debêntures conversíveis ou permutáveis em quotas da própria sociedade, respeitando-se a proporção de participação de cada sócio no capital social. Todavia, quando da conversão da debênture em ação, após a subscrição e integralização daquela, não há que se falar em direito de preferência, que deverá ser exercício em momento anterior à conversão, na própria subscrição da debênture conversível. E o mesmo raciocínio é aplicado à sociedade por ações, cujo § 1º do art. 57 da LSA estabelece que os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações.

Ainda, o § 4º do art. 1.055-A em comento estabelece a obrigação de adoção dos livros de Registro de Debêntures Nominativas e de Transferência de Debêntures Nominativas. O primeiro, será utilizado para inscrição, anotação ou averbação dos nomes dos debenturistas e do número de suas debêntures, das entradas ou prestações de capital realizado, das conversões de quotas, do resgate, reembolso e amortização das debêntures, ou de sua aquisição pela sociedade, das mutações operadas pela alienação ou transferência de debêntures, do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as debêntures ou obste sua negociação. Já o segundo será usado para o lançamento dos termos de transferência, que deverão ser assinados pelo cedente e pelo cessionário ou seus legítimos representantes.

Como intuito de conferir maior segurança aos debenturistas, o projeto de lei no parágrafo quinto do art. 1.055-A, impõe à sociedade limitada que emitir debêntures o dever de elaborar as demonstrações financeiras em conformidade com as normas aplicáveis às

companhias fechadas, mais rigorosas que aquelas aplicáveis às sociedades limitadas. Nesse mesmo sentido, o § 7º prevê que a inscrição da escritura de emissão e o registro dos livros Registro de Debêntures Nominativas e de Transferência de Debêntures Nominativas nas Juntas Comerciais serão regulamentados pelo Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração da Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia.

Já o parágrafo sexto do mesmo dispositivo legal preconiza que a oferta pública de debêntures por sociedade limitada será regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários. Nesse ponto, destaca-se que a Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976a)¹³⁴ define em seu art. 2º, inciso IV, que debênture é valor mobiliário e nos seus art. 1º e 4º estabelece que à CVM compete a disciplina da oferta pública de valores mobiliários. Portanto o § 6º do art. 1.055-A está em conformidade com a Lei n.º. 6.385/76 (BRASIL, 1976a)¹³⁵.

Em arremate, de acordo com o projeto de lei, a sociedade limitada poderá emitir debênture na modalidade conversível em quotas da sociedade emissora. Assim, o debenturista poderá converter o pagamento do capital por ele posto à disposição da sociedade, no equivalente ao subscrito em cada debênture, em quotas dessa sociedade. As quotas que forem transferidas ao debenturista, quando da conversão, necessariamente guardam correspondência com parte do capital social da emissora, eis que são fração deste. Logo, é necessário que exista uma parcela do capital social que corresponda às quotas transferidas ao debenturista, de forma que o capital social, assim, será acrescido no montante das quotas a serem transferidas aos debenturistas e, portanto, sofrerá aumento.

Nesse sentido, o projeto de lei promove a inclusão do parágrafo quarto ao artigo 1.081 do Código Civil (que trata do aumento do capital social), dispondo que o aumento do capital social resultante da conversão de debêntures em quotas, ou seja, em unidades do capital social, dispensa sua prévia integralização, uma vez que, nesse caso, a integralização foi da própria debênture, isto é, do valor que o debenturista colocou à disposição da sociedade após a subscrição do título. Dessa forma, no lugar de devolver ao debenturista o valor por ele integralizado ao subscrever a debênture, esse valor será incorporado ao capital social quando a debênture for convertida em quotas (nunca se deve esquecer que quota é fração do capital social). Entender de forma contrária seria admitir uma dupla integralização da mesma quantidade de capital social: num primeiro momento, quando do aumento necessário para a

¹³⁴ *Op. cit.*

¹³⁵ *Op. cit.*

emissão da debênture (ver item 3.4 da seção segunda) e num segundo momento, ao converter as debêntures em quotas.

Destaca-se que o Projeto de Lei n.º 3.324/20, até a data de conclusão deste trabalho, encontra-se em tramitação no Congresso Nacional.

7. PROPOSTA DE REGULAÇÃO DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR LIMITADAS.

Na seção quinta deste trabalho, sustentou-se que é possível a emissão de debêntures por sociedades limitadas com fundamento na legislação em vigor, sem a necessidade de alteração legislativa. Demonstrou-se que não há dispositivo legal que impeça a emissão de debêntures por sociedades limitadas e que, ao contrário, há diversos dispositivos legais que estabelecem a emissão de valores mobiliários por limitadas, tais como a Instrução CVM n.º 480/09 (BRASIL, 2009a)¹³⁶ e a Lei n.º 14.195/21 (BRASIL, 2021b)¹³⁷. Ainda, diversos dispositivos da Lei da Liberdade Econômica militam a favor da emissão de valores mobiliários por limitadas.

Ademais, na seção quarta deste trabalho mostrou-se a importância do mercado de valores mobiliários como alternativa de capitalização de sociedades empresárias, bem como que o Estado utiliza da regulação como instrumento de proteção do interesse público veiculado pelos investidores e de fomento ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Assim, nesta seção pretende-se propor medidas regulatórias à emissão de debêntures, utilizando-se da legislação atual da CVM, em específico, a Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹³⁸, que disciplina a emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com esforços restritos, e a análise do direito comparado.

Aqui, parte-se das premissas de que a promoção da formação de capital e a proteção aos investidores constituem objetivos declarados da regulação do mercado de valores mobiliários, constituindo seus principais mandatos regulatórios, que são exercidos pela Comissão de Valores Mobiliários, por força do art. 4º, I, II e IV da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)¹³⁹. E que um regime regulatório balanceado somente deve exigir o custoso procedimento com a finalidade proteção aos investidores, quando há uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* a tutela por ele concedida.

Nesse contexto, desenvolveram-se, ao longo do tempo, determinados regimes especiais para a realização de certas transações envolvendo a oferta de valores mobiliários que, não obstante, se configurarem como captação de poupança, não sendo inteiramente tratáveis como ofertas públicas, em função das particularidades que as revestem, em pontos como o grau de intensidade de esforço de venda empregado, a quantidade e o perfil dos destinatários, ao volume financeiro envolvido ou a porte evolutivo do respectivo emissor. Essas são as denominadas ofertas limitadas, restritas, isentas ou dispensadas de registro perante o regulador.

¹³⁶ *Op. cit.*

¹³⁷ *Op. cit.*

¹³⁸ *Op. cit.*

¹³⁹ *Op. cit.*

Nesse diapasão, no Brasil, em 2009, houve a edição da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁴⁰, que instituiu um regime especial para a realização de transações qualificadas como “ofertas públicas distribuídas com esforços restritos”. Referida norma circunscreve a sua aplicação a um rol restrito de valores mobiliários, definidos no § 1º do seu art. 1º, excluindo, assim, transações envolvendo valores mobiliários atípicos.

De acordo com a Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁴¹ há dois regramentos distintos para a realização de ofertas públicas com esforços restritos: um deles aplicável às transações envolvendo valores mobiliários representativos de dívida, desde que não conversíveis (debêntures não conversíveis em ações, por exemplo)¹⁴² e outro aplicável às ofertas envolvendo ações e outros valores nela lastrados, conversíveis ou permutáveis¹⁴³. Nesses regimes, enquanto as ofertas de valores mobiliários representativos de dívida possam ser realizadas por emissores dispensados de registro perante a CVM, as transações envolvendo ações e valores mobiliários nelas conversíveis apenas podem ser realizadas por sociedades anônimas abertas registradas na CVM, o que afasta as sociedades limitadas.

Outrossim, a obrigatoriedade de registro perante o órgão regulador, para, por exemplo, debêntures conversíveis em ações, agrega uma série de outros custos diretos e indiretos, inclusive em função das obrigações informacionais que dele derivam, que poderia ser evitado caso a norma contemplasse, para tais operações, a mesma hipótese de dispensa existente quando da realização de ofertas envolvendo valores mobiliários representativos de dívida.

Ademais, mesmo as facilidades trazidas pela Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁴⁴ para as ofertas realizadas por companhias (sociedades por ações) registradas perante a CVM envolvendo ações ou títulos nela lastreados, se limitam, basicamente, à celeridade em relação à realização da transação, uma vez que não sujeita a prévio registro da oferta perante a CVM. Do mesmo modo, a dispensa de se elaborar um prospecto, não significa muito, em termos de desoneração regulatória, pois dentro da sistemática em vigor na Instrução CVM n.º 400/2003 (BRASIL, 2003)¹⁴⁵, a parte mais relevante e de custosa elaboração do prospecto, relativa às informações do emissor dos valores mobiliários, é formada

¹⁴⁰ *Op. cit.*

¹⁴¹ *Op. cit.*

¹⁴² Art. 1º, § 1º, I a X da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009.

¹⁴³ Art. 1º, § 1º, XI a XIV da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009.

¹⁴⁴ *Op. cit.*

¹⁴⁵ BRASIL. **Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n.º 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n.º 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 nov. 2021.

exclusivamente a partir do formulário de referência, cuja elaboração é obrigatória para todas as companhias registradas perante a CVM.

Também em relação ao público-alvo, as ofertas realizadas de acordo com a Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁴⁶ devem ser destinadas exclusivamente aos investidores profissionais, assim definidos na Instrução Normativa CVM n.º 539/2013 (BRASIL, 2013)¹⁴⁷, que encampa: a) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; b) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; c) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; d) 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; e) fundos de investimento; f) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; g) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e h) investidores não residentes.

Tal restrição qualitativa é bastante rigorosa e exclui vários investidores que estariam aptos a participar desse tipo de oferta.

Ainda, o regime da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁴⁸ cumula a limitação qualitativa com a quantitativa, no contexto de suas transações, ao estabelecer, em seu art. 3º, que será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica e os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais. Veja que essa limitação quantitativa é imposta a investidores qualificados e não somente a investidores comuns, como usualmente é feito no direito alienígena.

Também não é permitida a busca de investidores por meio de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de

¹⁴⁶ *Op. cit.*

¹⁴⁷ BRASIL. **Instrução CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM n.º 554/14, 593/17 e 604/18.** Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

¹⁴⁸ *Op. cit.*

computadores¹⁴⁹. Isto é, para as ofertas de esforço restrito é vedado o emprego de mecanismos de esforços de venda.

Por fim, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Todavia, tendo em mente as limitações expostas acima da legislação brasileira, quanto a ofertas com esforços restritos, devem ser analisadas a regulação do mercado de valores mobiliários norte-americano, que se destaca pelo complexo e amplo arcabouço de regimes especiais para a realização de transações envolvendo ofertas de valores mobiliários em alternativa aos tradicionais mecanismos de ofertas perante a *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC)¹⁵⁰, em especial com o advento do *JOBS Act* de 2012.

O principal e mais utilizado mecanismo de ofertas limitadas de formação de capital constante do arcabouço regulatório norte-americano é o previsto na *Regulation D*, editada em 1982, com o declarado objetivo de promover e incentivar a formação de capital em sociedades de menor porte por meio do mercado de valores mobiliários norte-americano, bastante alterada pelo *JOBS Act* de 2012. A *Regulation D* contempla três regimes especiais para a realização de ofertas de valores mobiliários estabelecidos nas *Rules 504, 505 e 506*, que se diferenciam quanto ao montante financeiro ofertado, ao perfil dos potenciais investidores, à possibilidade ou não do emprego de mecanismos de esforços de venda, às informações obrigatórias a serem divulgadas no momento da oferta e à existência de restrições à transferência de valores mobiliários.

Como regra, os valores mobiliários ofertados de acordo com a *Regulation D* têm sua negociabilidade restrita, sendo limitada sua transmissão a terceiros, salvo na hipótese de ser registrado perante a SEC ou caso a restrição à transmissão seja objeto de alguma exceção. Ademais, com a finalidade de evitar a burla à natureza restritiva da oferta, todas as vendas de uma única oferta devem ser consideradas como oferta integrada.

A *Rule 504* consiste num regime especial envolvendo um pequeno limite financeiro de até USD 1 milhão de dólares¹⁵¹. Não estão sujeitas a qualquer limite quantitativo e qualitativo de investidores, independente do seu grau de sofisticação¹⁵². Todavia, não pode ser utilizada por ofertantes registrados perante a SEC¹⁵³. Não há obrigações informacionais específicas para

¹⁴⁹ Art. 2º, parágrafo único da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009

¹⁵⁰ A SEC (ou *U.S. Securities and Exchange Commission*) é uma agência independente responsável por proteger e regular o mercado de capitais americano. Adicionalmente, ela também é responsável por manter o funcionamento justo dos mercados de valores mobiliários através do monitoramento da operação das empresas.

¹⁵¹ 17 CFR § 230.504(b)(2), acessível em <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-230#230.504>

¹⁵² 17 CFR § 230.504(b)(1)

¹⁵³ 17 CFR § 230.504(a)

tais ofertas¹⁵⁴, nas quais não podem ser empregados mecanismos de esforços de venda e os valores mobiliários têm sua negociação restrita¹⁵⁵.

Por sua vez, a *Regulation 505* estabelece um regime especial de oferta de valores mobiliários de volume inferior a USD 5 milhões¹⁵⁶. Permite que emissores registrados na SEC realizem ofertas¹⁵⁷ (ao contrário da *Regulation 504*). Os valores mobiliários ofertados no seu regime podem ser adquiridos por até 35 (trinta e cinco) investidores, excluído desse cômputo aqueles classificados como *accredited investors* (ou investidores acreditados), que são instituições financeiras, fundos de pensão, veículos de venture capital, pessoas jurídicas com ativos financeiros superiores a USD 5 milhões¹⁵⁸. Caso a transação contemple apenas *accredited investors* nenhuma obrigação informacional é imposta ao emissor. Também não podem ser empregadas nenhum mecanismo de esforço de venda¹⁵⁹.

Por fim, a *Rule 506* traz bastante inovação, ao não limitar o valor das transações realizadas nos termos da sua disciplina, além de permitir que quaisquer tipos de emissores, inclusive aqueles registrados perante a SEC, possam realizar ofertas. Permanece a limitação quantitativa de a aquisição dos valores mobiliários não poderem ser adquiridos por mais de 35 (trinta e cinco) investidores, excluídos desse cômputo os *accredited investors*. Ademais, para as ofertas feitas a investidores que não sejam *accredited investors* devem ser dotados de grau de sofisticação suficientes para compreender os riscos envolvidos na oferta, mas a norma, contudo, não fixa critérios claros para definir essa sofisticação exigida.

Outra grande novidade da *Rule 506* é a admissão do emprego de mecanismos de esforços de venda nas transações realizadas no seu regramento, quando destinadas apenas a *accredited investors* e desde que o emissor, nesse caso, se encarregue de verificar que todos os investidores participantes da operação cumprem tal requisito.

Pelo exposto, verifica-se que a regulação norte-americana apresenta maior flexibilidade do que a brasileira, trazendo uma pluralidade de opções regulatórias de acordo com o tipo de oferta de valor mobiliário a ser utilizada, considerando ainda o tipo do ofertante e do adquirente.

Assim, para emissões de debêntures até determinado limite reduzido de valores (a ser definido após a realização de audiências públicas pela CVM), poder-se-ia admitir sua emissão por sociedades limitadas, desde que fossem impedidas de empregarem esforços de venda, por

¹⁵⁴ 17 CFR § 230.504(b)

¹⁵⁵ 17 CFR § 230.504(b)(1)

¹⁵⁶ 17 CFR § 230.505(b)(2)(i),

¹⁵⁷ 17 CFR § 230.505(a)

¹⁵⁸ 17 CFR § 230.501(a)

¹⁵⁹ 17 CFR § 230.502(c)

qualquer modalidade, admitindo-se somente sua negociação restrita. Já para emissões em uma faixa de valor mais elevada, poderia se adotar a limitação quantitativa, prevista na Instrução Normativa CVM n.º 476/2009, de permitir a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores, excluídos deste cômputo os investidores profissionais, assim definidos Instrução Normativa CVM n.º 539/2013, sem a possibilidade, também, de utilização de esforços de venda. Por fim, para emissões de valores mais elevados, poderia se permitir a utilização de esforços de venda, desde que oferecidos exclusivamente aos investidores profissionais.

Dessa forma, teríamos um regime regulatório balanceado, que somente exige o custoso procedimento com a finalidade proteção aos investidores, quando há uma justificativa efetiva para sua imposição, o que deveria ser observado pela CVM, quando da disciplina regulatória da emissão de debênture por sociedades limitadas. E, não menos importante, sem limitar os riscos que os investidores, conscientemente, queiram correr.

8. CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho viu-se que a sociedade limitada é tipo societário de natureza híbrida, que pode ostentar a natureza de capital ou social, de acordo com a vontade dos sócios, a ser definida no contrato social, sobretudo, na cláusula que dispõe sobre as condições para a alienação das quotas sociais. Se o contrato exigir que a alienação das quotas por um sócio depende do consentimento dos demais, estar-se-á diante de uma sociedade de pessoas. Se o contrato não exigir essa autorização, será uma sociedade de capital. Caso o contrato social seja omissivo, esse critério será inócuo, o que define que a sociedade será de pessoa, pois, na omissão do contrato social, aplica-se o regramento do artigo 1.057 do Código Civil (BRASIL, 2002)¹⁶⁰, preconizando que o sócio pode ceder sua quota a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social.

De outra ponta, no caso de omissões do Código Civil, a disciplina legislativa é sujeita aos dispositivos legais aplicáveis às sociedades simples, ou, se previsto expressamente no contrato social, a dispositivos legais da Lei das Sociedades Anônimas, Lei n.º 6.404/1976 (BRASIL, 1976b)¹⁶¹. Portanto, admite-se a previsão expressa no contrato social de regência supletiva da sociedade limitada pela legislação aplicável às sociedades por ações e, nas situações nas quais há essa previsão de regência supletiva, entende-se possível a emissão de debêntures pela sociedade, ainda que adotado o tipo societário limitada.

Nesse sentido, sabe-se que o art. 52 da Lei das S.A. estabelece que “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado” (BRASIL, 1976b)¹⁶². Inicialmente, atribui-se às debêntures a natureza jurídica de contrato de mútuo e, em seguida, de título de crédito. Todavia, sabe-se que as debêntures possuem a característica intrínseca de todo valor mobiliário, que é a sua aptidão de circular em série, isto é, passível de negociação em massa ou mercado, pouco importando as qualidades pessoais de seu comprador ou titular, bem como a quantidade em que é negociado. Ademais, o art. 2º, inciso IX, da Lei n.º 6.385/76 (BRASIL, 1976a)¹⁶³ define a debênture como valor mobiliário. Portanto, inequívoca a natureza jurídica de valor mobiliário das debêntures.

Dentre as espécies de debêntures, para fins deste trabalho, a classificação mais relevante é entre conversíveis em ações e não conversíveis, sendo que as primeiras, disciplinadas no art.

¹⁶⁰ *Op. cit.*

¹⁶¹ *Op. cit.*

¹⁶² *Op. cit.*

¹⁶³ *Op. cit.*

57 da Lei das S.A. (BRASIL, 1976b)¹⁶⁴, como diz a própria denominação, podem ser convertidas em ações da companhia emissora ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme definido na escritura de sua emissão, enquanto as debêntures simples são típicos instrumentos de dívida, revestidas com as características dos títulos de crédito, e, por não serem convertidas em ações, evitam a diluição acionária do controlador.

Assim, é possível, em tese, a emissão de duas espécies de debêntures por sociedades limitadas: aquelas conversíveis em quotas (o que demandará um aumento do capital social quando da deliberação de criação da debênture) e aquelas que não são conversíveis em quotas, que, assim, funcionarão como meros instrumentos de dívida, com as características de títulos de crédito.

Em seguida, analisou-se que a capitalização do empresário ou da sociedade empresária é elemento essencial para o exercício da atividade empresária, visto que a articulação do capital, um dos fatores da produção, faz parte do conceito da própria atividade empresária. E que os empresários apresentam dificuldades, principalmente nos estágios iniciais da empresa, em capitalizar-se, o que enseja a análise dos diversos meios de capitalização do empresário.

Nesse sentido, em uma economia de mercado tradicional, há dois tipos de mercado, sendo eles os mercados de bens e serviços (*product Market*) e os mercados dos fatores de produção (*fator Market*). Nesse último mercado, a renda determina a oferta dos juros ou dividendos, dos alugueres e dos salários que satisfarão, respectivamente, a demanda pelos fatores da produção, quais sejam, capital, propriedade e trabalho. O capital, como fator da produção é satisfeito, assim, por juros ou dividendos, cuja relação de oferta e demanda se dá no mercado financeiro. Logo, o mercado financeiro é o local da interação da renda com a relação entre oferta e demanda do capital, considerado como um dos fatores da produção. Isto é, o mercado financeiro é o mercado do capital.

Ainda, o mercado financeiro, por sua vez, possui três funções, servindo como instrumento de: a) distribuição (de alocação) de capital entre agentes superavitários e agentes que dele necessitam, mediante uma remuneração paga ao primeiro; b) de repartição de riscos entre esses agentes, pois o agente superavitário, para receber a remuneração da capital que colocou à disposição do agente tomador necessariamente assumirá parcela do risco desse último, uma vez que caso o risco do tomador se concretize, será bastante difícil o recebimento da remuneração; e c) de liquidez, posto que a transferência de recursos do agente superavitário para o tomador é feita por intermédio de um instrumento financeiro, que passa a ser de

¹⁶⁴ *Op. cit.*

titularidade do primeiro e que poderá realizar a operação de disposição de parte do seu capital convertendo-a em dinheiro, transferindo o instrumento financeiro a terceiro, antes mesmo do vencimento da obrigação que dele consta.

Ocorre que o mercado financeiro também se divide em duas espécies: a primeira delas é o mercado financeiro *stricto sensu*, em que a distribuição de recursos entre poupador e tomador é feita por intermediários que captam os recursos dos agentes superavitários e os transferem aos deficitários, mediante remuneração. Já a segunda espécie é o mercado de valores mobiliários, no qual a transferência de recursos é feita diretamente entre agentes superavitários e deficitários, por meio da emissão de participações societárias ou títulos de obrigações primárias, mas somente auxiliada (aproximada) por intermediadores, que dela não participam efetivamente, ao menos nessa função¹⁶⁵.

Sabe-se que tanto o mercado financeiro em sentido estrito quanto o mercado de valores mobiliários são aptos a promover uma eficiente troca de capitais necessária à capitalização da empresa. Todavia, duas características do mercado brasileiro reforçam a importância do mercado de valores mobiliários: a) a relevante concentração bancária brasileira, que reforça o comportamento prudencial dos bancos em mitigar linhas de créditos a projetos inovadores e reduz a necessidade deles em criar mecanismos personalizados de análise de informações de projetos inovadores e ainda dificulta o controle de sua governança; e b) o fato de que, no mercado de capitais brasileiro, as empresas serem tradicionalmente de estrutura de propriedade concentrada, o que leva a um conflito entre acionistas controladores e minoritários, no qual os primeiros se aproveitem dos minoritários, por intermédio da adoção de cláusulas contratuais protetivas, da exploração comercial, com outras empresas que possuam, às custas da sociedade investida e da sua maior capacidade em transferir os ativos com alto risco dessa última, além de serem pouco diversificados, o que traz efeitos adversos à alocação de recursos.

Ademais, as atividades inovadoras têm maiores dificuldades de acesso ao capital, pois, se por um lado, aqueles que já estão inseridos em uma determinada cadeia de produção podem obter capital a partir de diversas fontes, inclusive do próprio exercício de sua atividade, o mesmo não se aplica àqueles que se dedicam aos processos de inovação. Dessa forma, o mercado de valores mobiliários pode viabilizar o desenvolvimento de projetos inovadores que, embora sujeitos a grandes riscos, possuem maior potencial de retorno, o que incentiva seus agentes a buscarem projetos mais rentáveis e, assim, promoverem a transferência de recursos de setores tradicionais, com menor crescimento, para setores mais modernos.

¹⁶⁵ PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 54.

Assim, é inequívoco que a emissão de debênture, espécie de valor mobiliário, representa uma alternativa vantajosa de capitalização do empresário, em especial das sociedades limitadas que, usualmente, são sociedades de menor porte, que não conseguem captar recursos com a mesma facilidade com que as sociedades por ações.

Todavia, as negociações que ocorrem no mercado de valores mobiliários são essencialmente oferta de produtos (valores mobiliários, ou, mais específico a este trabalho, de debêntures), que estão sujeitas à potencialidade de prática de desvio de condutas entre os agentes de mercado, em razão da assimetria informacional. E que tais desvios de condutas, quando praticados, ocasionam danos àqueles agentes superavitários (investidores) que dispõem de recursos à formação de capital dos empresários (ou sociedades empresárias) o que, fatalmente, prejudica todo o mercado de valores mobiliários, pois se os investidores não se sentem seguros, não irão disponibilizar seus recursos, ou então o farão com elevado deságio, que provavelmente corresponderá às possíveis perdas que poderão experimentar em razão da ausência de proteção adequada, o que conseqüentemente importa em aumento de custos do capital para seus tomadores.

Portanto, a efetiva proteção dos investidores que dispõem de recursos no mercado de valores mobiliários é imprescindível, até mesmo para assegurar não só a sua efetividade, mas também sua sobrevivência. E a tutela dos investidores é feita por meio da regulação, definida como atividade inserida na atuação administrativa ordenadora do Estado, a qual promove intervenção na liberdade dos agentes que atuam no ambiente econômico e social, através da imposição de mecanismos e normas que ditam comportamentos a serem observados. Logo, o Estado utiliza da regulação como instrumento de proteção do interesse público veiculado pelos investidores, além de promover o fomento ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

A regulação, como instrumento de proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários, é feita por meio de regras que estabelecem determinados requisitos aplicáveis àqueles que pretendem captar recursos por meio do mercado de valores mobiliários, sendo elas de índole informacional (que impõem obrigações de divulgação de um vasto conjunto de informações como condição à captação da poupança popular e para posterior negociabilidade dos valores mobiliários em mercados secundários) e de índole estrutural (como, por exemplo, a imposição da adoção de uma determinada forma societária e estrutura administrativa). Por fim, há ainda o estabelecimento de direitos individuais e coletivos aos investidores nesse mercado, exigíveis dos condutores das atividades da empresa investida.

Entretanto, essa proteção aos investidores exercida através da regulação, em muitos momentos, traz custos diretos e indiretos que inviabiliza a utilização do mercado de valores mobiliários como alternativa à capitalização de sociedades empresárias, sobretudo nos seus estágios iniciais. Portanto, deve-se buscar um regime regulatório balanceado, no qual somente se exige o custoso procedimento informacional, estrutural e constitutivo de direitos, com a finalidade proteção aos investidores, quando há uma justificativa efetiva para sua imposição, considerando os custos decorrentes *vis-à-vis* a tutela por ele concedida.

Pelo exposto, a regulação das debêntures, como forma de capitalização de sociedades limitadas, deve ser feita em um regime regulatório balanceado, com maior flexibilidade do que a brasileira, trazendo uma pluralidade de opções regulatórias de acordo com o tipo de oferta de valor mobiliário a ser utilizada, considerando ainda o tipo do ofertante e do adquirente.

Os defensores da impossibilidade de emissão de debêntures por limitadas argumentam que não há regime legal específico sobre o tema e que as debêntures têm regramento próprio fixado na Lei das S.A., de forma que não se pode simplesmente transportar e aplicar suas regras para outro tipo jurídico. Ainda sustentam que a Lei das S.A. foi expressa ao determinar que debêntures somente podem ser emitidas por “companhias”, o que incluiria exclusivamente sociedades anônimas e em comandita por ações, e que a aplicação supletiva da Lei das Sociedades por Ações para limitadas depende de invocação expressa e se limita a preencher lacunas naquilo que for compatível com a natureza da limitada.

De outra ponta, há uma enormidade de situações em que a legislação brasileira, inclusive por meio de normas da CVM, autoriza a emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas, e, sendo a debênture um valor mobiliário, conforme visto na seção terceira deste trabalho, defende-se, assim, também, a sua emissão pelas sociedades limitadas, eis que não há disposição normativa em sentido contrário. Vejamos as situações a seguir.

De acordo com o art. 2º, § 3º, inciso I, da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)¹⁶⁶, não há nenhuma imposição legal da adoção da sociedade anônima como único tipo societário apto a emitir debênture, de forma que somente a CVM, no caso concreto, pode entender relevante a estruturação do emissor na forma de sociedade por ações, sem prévia definição legal nesse sentido.

¹⁶⁶ *Op. cit.*

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

(Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima.

Ademais, o art. 2º, § 2º, da Lei n.º 6.385/1976 (BRASIL, 1976a)¹⁶⁷ estabelece que os emissores de valores mobiliários, seus administradores e controladores estarão sujeitos às normas das companhias abertas e, se esse dispositivo legal preleciona que, se os emissores de valores mobiliários devem observar as normas das sociedades anônimas, conclui-se que tais emissores não adotam o tipo societário das sociedades por ações, pois, caso adotassem, por imperativo lógico, já observariam a disciplina legal do seu tipo societário.

Outrossim, o § 2º do art. 1º da Instrução CVM n.º 480/09 admite que outros tipos societários que não as sociedades por ações emitam valores mobiliários, desde que autorizados pela CVM.

Do mesmo modo, a Instrução CVM n.º 480/09 (BRASIL, 2009a)¹⁶⁸ passou a admitir, em seu art. 1º¹⁶⁹, a negociação de valores mobiliários, em mercado regulamentado no Brasil, por “emissor” que tenha se registrado previamente na CVM, tendo extirpado da norma que anteriormente disciplinava a questão, a expressão “sociedades por ações”, substituindo-a por “emissor”.

Na mesma linha de raciocínio, a Medida Provisória n.º 1.040 (BRASIL, 2021a)¹⁷⁰, convertida na Lei n.º 14.195/21 (BRASIL, 2021b)¹⁷¹, é a possibilidade de emissão de Notas

¹⁶⁷ *Op. cit.*

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

¹⁶⁸ BRASIL. **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

¹⁶⁹ Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.

¹⁷⁰ BRASIL. **Medida Provisória nº 1.040, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.040-de-29-de-marco-de-2021-311282231>. Acesso em: 11 nov. 2021.

¹⁷¹ BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis nºs 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei nº 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis nºs 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos nºs 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei nºs 1.416, de 25 de agosto de 1975,

Comerciais (similares às debêntures e que também ostentam a natureza de título de crédito) por sociedades limitadas, ou seja, a emissão de um título de dívida em troca de um direito de crédito de referida sociedade.

Semelhantemente, impedir que sociedades limitadas emitam debêntures ofende ao disposto no art. 4º, inciso VII, da Lei da Liberdade Econômica, pois tal vedação pode forçar diversas sociedades empresárias que se constituam sob a forma de sociedades por ações, o que configura o exercício do poder regulatório estatal de forma a limitar a livre formação de sociedades empresariais ou de atividades econômicas.

Ainda, levando em consideração a Lei da Liberdade Econômica, é preciso relembrar que não há no Brasil exercício regulatório estatal que vede expressamente a emissão de debêntures por sociedades limitadas e que, caso venha a surgir regulação sobre tal questão, é necessário que esta seja exercida observando os requisitos da AIR estabelecidos no artigo 5º da Lei da Liberdade Econômica, quais sejam, a disciplina da emissão de debênture por sociedades limitadas deve ser feita por meio da ponderação dos efeitos que se espera do ato a ser editado com seus custos, benefícios e demais consequências, promovendo-se uma comparação entre os custos do ato com os de medidas alternativas e seus possíveis resultados e justificando a metodologia utilizada para aferir sua necessidade.

Por fim, o estudo do direito comparado mostrou, à exceção do caso espanhol, que é comum a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas.

Uma vez constada a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas, propuseram-se medidas regulatórias à emissão desse valor mobiliário, de acordo com a premissa que somente se deve exigir o custoso procedimento com a finalidade proteção aos investidores, quando há uma justificativa efetiva para sua imposição, considera os custos decorrentes *vis-à-vis* da tutela por ele concedida. E se propôs aspectos regulatórios utilizando-se da legislação atual da CVM, em específico, a Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁷², que disciplina a emissão de valores mobiliários por meio de oferta pública com esforços restritos, e a análise do direito comparado.

e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis n.ºs 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei n.ºs 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>. Acesso em: 11 nov. 2021.

¹⁷² *Op. cit.*

Quanto à Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁷³, que instituiu um regime especial para a realização de transações qualificadas como ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, as transações envolvendo ações e valores mobiliários nelas conversíveis (como as debêntures conversíveis em ações/quotas) apenas podem ser realizadas por sociedades anônimas abertas registradas na CVM, o que afasta as sociedades limitadas. E a obrigatoriedade de registro perante o órgão regulador, para, por exemplo, debêntures conversíveis em ações, agrega uma série de outros custos diretos e indiretos, inclusive em função das obrigações informacionais que dele derivam, que poderia ser evitado caso a norma contemplasse, para tais operações, a mesma hipótese de dispensa existente quando da realização de ofertas envolvendo valores mobiliários representativos de dívida.

Ademais, em relação ao público-alvo, as ofertas realizadas de acordo com a Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁷⁴ devem ser destinadas exclusivamente aos investidores profissionais, assim definidos na Instrução Normativa CVM n.º 539/2013 (BRASIL, 2013)¹⁷⁵, restrição qualitativa esta bastante rigorosa e que exclui vários investidores que estariam aptos a participar desse tipo de oferta. De forma semelhante, a Instrução em questão cumula a limitação qualitativa com a quantitativa, no contexto de suas transações, impostas, também, a investidores qualificados e não somente a investidores comuns, como usualmente é feito no direito alienígena.

Também a normativa da CVM não permite a busca de investidores por meio de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores. E, em arremate, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Diante das dificuldades da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁷⁶ acima apontadas, sugere-se que a regulação brasileira, quanto à emissão de debênture por sociedade limitada, utilize de elementos da legislação norte-americana para disciplina de ofertas limitadas de formação de capital, prevista na *Regulation D, Rule 6*.

Essa legislação estrangeira, que limita o valor das transações realizadas nos termos da sua disciplina, permite que quaisquer tipos de emissores, inclusive aqueles registrados perante

¹⁷³ *Op. cit.*

¹⁷⁴ *Op. cit.*

¹⁷⁵ *Op. cit.*

¹⁷⁶ *Op. cit.*

a SEC, possam realizar ofertas. Ainda, promove uma limitação quantitativa de aquisição dos valores mobiliários (até o limite de trinta e cinco investidores), excluídos desse cômputo os *accredited investors*, que na sistemática brasileira poderiam ser definidos como os investidores profissionais, elencados na Instrução Normativa CVM n.º 539/2013 (BRASIL, 2013)¹⁷⁷. Veja que a exclusão dos *accredited investors*, na limitação quantitativa, se dá em virtude da presunção de que esses gozam maior acesso à informação e assim, demandam menor proteção.

Também de forma mais racional, a legislação norte-americana permite a admissão do emprego de mecanismos de esforços de venda nas transações realizadas no seu regramento, quando destinadas apenas a *accredited investors* e desde que o emissor, nesse caso, se encarregue de verificar que todos os investidores participantes da operação cumprem tal requisito.

Dessa forma, o exercício da função regulatória, por parte da CVM, ao trazer ferramentas da legislação norte-americana, poderia inovar os termos da Instrução Normativa CVM n.º 476/2009 (BRASIL, 2009b)¹⁷⁸, trazendo maior liberdade àqueles que demandam menor proteção e que possuem mais capital e interesse para adquirir debêntures emitidas por sociedades limitadas, fomentando, assim, o mercado de valores mobiliários como alternativa à necessária capitalização de sociedades empresárias, inclusive, daquelas que adotam o tipo societário limitada.

¹⁷⁷ *Op. cit.*

¹⁷⁸ *Op. cit.*

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ARAÚJO, Risolene Alves de Macena.; SANTOS, Livia Maria da Silva. Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: um estudo com as empresas listadas no Nível Tradicional da BM&FBOVESPA. **Anais do Congresso Brasileiro de Custos - ABC**, [S. l.], Disponível em: <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4080>. Acesso em: 26 out. 2021.

ASCARELLI, Tullio. Teoria Geral dos Títulos de Crédito. Campinas, SP: Servanda, 2009.

BRASIL. **Banco Central**. Relatório de Economia Bancária (2020). 2021, p. 136. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Comissão de Valores Mobiliários**. Parecer CVM/PJU n.º 009/1998. Disponível em https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/pareceres/1998/Parecer_09_1998.pdf. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Comissão de Valores Mobiliários**. Relatório de Análise SDM Audiência Pública nº 05/2008. Rio de Janeiro: CVM, 2008. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**: promulgada em 5 de outubro de 1988. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 1990.

BRASIL. **Instrução CVM nº 202, de 06 de dezembro de 1993**. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, consolidando as Instruções CVM n.ºs. 60, de 14 de janeiro, 73, de 22 de dezembro, ambas de 1987, 118, de 7 de maio, e 127, de 26 de julho, ambas de 1990. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst202.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de

valores mobiliários. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, com as alterações

introduzidas pelas Instruções CVM nº 554/14, 593/17 e 604/18. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst539consolid.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2021.

BRASIL. Instrução CVM n.º 566, de 31 de julho de 2015. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de nota promissória. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110198.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 10.303, de 10 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm#art2. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nºs 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei nº 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis nºs 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis nºs 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nºs 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L11941.htm#art37. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis n.ºs 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei n.º 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12431.htm#art6. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 12.838, de 9 de julho de 2013. Dispõe sobre crédito presumido apurado com base em créditos decorrentes de diferenças temporárias oriundos de provisões para créditos de liquidação duvidosa nas condições que estabelece e dispõe sobre os títulos de crédito e instrumentos emitidos por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, para composição de seu patrimônio de referência, e altera a Lei n.º 12.249, de 11 de junho de 2010. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12838.htm#art15. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n.ºs 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n.º 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n.º 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n.º 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n.º 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil); altera as Leis nºs 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 8.934, de 18 de novembro de 1994, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 7.913, de 7 de dezembro de 1989, 12.546, de 14 de dezembro 2011, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.514, de 28 de outubro de 2011, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil), 4.886, de 9 de dezembro de 1965, 5.764, de 16 de dezembro de 1971, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o Decreto-Lei nº 341, de 17 de março de 1938; e revoga as Leis nºs 2.145, de 29 de dezembro de 1953, 2.807, de 28 de junho de 1956, 2.815, de 6 de julho de 1956, 3.187, de 28 de junho de 1957, 3.227, de 27 de julho de 1957, 4.557, de 10 de dezembro de 1964, 7.409, de 25 de novembro de 1985, e 7.690, de 15 de dezembro de 1988, os Decretos nºs 13.609, de 21 de outubro de 1943, 20.256, de 20 de dezembro de 1945, e 84.248, de 28 de novembro de 1979, e os Decretos-Lei nºs 1.416, de 25 de agosto de 1975, e 1.427, de 2 de dezembro de 1975, e dispositivos das Leis nºs 2.410, de 29 de janeiro de 1955, 2.698, de 27 de dezembro de 1955, 3.053, de 22 de dezembro de 1956, 5.025, de 10 de junho de 1966, 6.137, de 7 de novembro de 1974, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 9.279, de 14 de maio de 1996, e 9.472, de 16 de julho de 1997, e dos Decretos-Lei nºs 491, de 5 de março de 1969, 666, de 2 de julho de 1969, e 687, de 18 de julho de 1969; e dá outras providências. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-14.195-de-26-de-agosto-de-2021-341049135>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. **Medida Provisória n.º 1.637, de 8 de janeiro de 1998**. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1637.htm#:~:text=MEDIDA%20PROVIS%C3%93RIA%20No%201.637%2C%20DE%208%20DE%20JANEIRO%20DE%201998.&text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20regula%C3%A7%C3%A3o%2C%20fiscaliza%C3%A7%C3%A3o,coletivo%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%Aancias..
Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Disponível em: <https://www.in.gov.br/web/dou/-/medida-provis%C3%93ria-n%C2%BA-881-de-30-de-abril-de-2019-86041647>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. **Medida Provisória n.º 1.040, de 29 de março de 2021**. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, a proteção de acionistas minoritários, a facilitação do comércio exterior, o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos, as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, a profissão de tradutor e intérprete público, a obtenção de eletricidade e a prescrição intercorrente na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil.

Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.040-de-29-de-marco-de-2021-311282231>. Acesso em: 11 nov. 2021.

BRASIL. Projeto de Lei n.º 3.324, de 2020. Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8121372&ts=1630440523665&disposition=inline>. Acesso em: 10 nov. 2021.

BRASIL. Proposta de Emenda Aditiva à Medida Provisória n.º 881/2019, de 6 de maio de 2019. Altera-se o art. 1.053 da Lei nº 10.406/2002, inserido no art. 7 da Medida Provisória nº 881/2019, para vigorar com a seguinte redação. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7948036&disposition=inline>. Acesso em: 11 nov. 2021.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas.** 1 Vol., 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

DE FRADERA, Vera Jacob. Art. 7º: Liberdade Contratual e Função Social do Contrato – Art. 421 do Código Civil. *In*: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR, Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Coords.). **Comentários à lei de Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 293-308.

ESPAÑA. **Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.** Norma derogada por la disposición derogatoria única.3 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Ref. BOE-A-2010-10544. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-7240>. Acesso em: 11 nov. 2021.

FABOZZI, Frank J.; MODIGLIANI, Franco; JONES, Frank J. **Foundations of Financial Market and Institutions.** 4. ed. Boston: Pearson, 2010.

FORGIONI, Paula A. A Interpretação dos Negócios Jurídicos II – Alteração Do Art. 113 Do Código Civil: Art. 7º. *In*: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR, Otávio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Coords.). **Comentários à lei de Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019.** São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 363-394.

FRANÇA. **Code de commerce:** Chapitre III : Des sociétés à responsabilité limitée. Article L223-11. Version en vigueur depuis le 23 octobre 2019. Modifié par Ordonnance n°2019-1067 du 21 octobre 2019 - art. 2. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000039260280/. Acesso em: 14 nov. 2021.

FRANÇA. **Code monétaire et financier. Article L411-2.** Version en vigueur depuis le 23 octobre 2019. Modifié par Ordonnance n°2019-1067 du 21 octobre 2019 - art. 10. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000039260673/. Acesso em: 14 nov. 2021.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na Constituição de 1988.** 13. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. *In*: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). **Direito das Companhias**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense 2009.

ITALIA. Codice Civile > LIBRO QUINTO - Del lavoro > Titolo V - Delle società > Capo VII - Della società a responsabilità limitata > Sezione V - **Delle modificazioni dell'atto costitutivo** > Articolo 2483. Disponível em: <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-vii/sezione-v/art2483.html>. Acesso em: 14 nov. 2021.

KAHNEMAN, Daniels; TVERSKY, Amos. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. **Econometrica**, 47 (2), mar., 263-291, 1979.

KNIGHT, Frank H. **Risk, Uncertainty and Profit**. Washington D.C.: Beard Books, 1921.

LEVINE, Ross. Finance and Growth: Theory and Evidence. **NBER Working Paper Series**, Working Paper 10766, 2005, p. 25. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w10766>. Acesso em: 25 out. 2021.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial** / Atual. Carlos Henrique Abrão. 37. ed. rev., atual. e ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

MAS-COLELL, Andreu; WHINSTON, Michael D. **Microeconomic Theory**. New York: Oxford University Press, 1995.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Rev. Adm. Empr.** Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abr./jun. 1985. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/WzZxMhPdtcgvvtjDBrbn8SQr/?lang=pt>. Acesso em: 11 nov. 2021.

MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 18. ed. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2000.

PARENTE, Norma Jonssen; CARVALHOSA, Modesto. **Mercado de Capitais**. Vol. VI do Tratado de Direito Empresarial. Coordenação Modesto Carvalhosa. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

PITTA, André Grünspun. **A Capitalização da Empresa e o Mercado de Valores Mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

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

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Regulação da atividade econômica: princípios e fundamentos jurídicos**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

SAMUELSON, Paul A.; NORDHAUS, William D. **Economia**. 19. ed. Porto Alegre: AMGH, 2012.

SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito administrativo Ordenador**. São Paulo: Malheiros, 1993.

SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 41, n. abr./jun. 2002, p. 7-9, 2002.

TAVARES BORBA, José Edwaldo. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

TRUBEK, David M. Max Weber on Law and the Rise of Capitalism. **Winsconsin Law Review**. 1972, 3: p. 720-753. Disponível em http://digitalcommons.law.ale.edu/fss_papers/4001. Acesso em: 29 out. 2021.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. 5. ed. Milão: Francesco Vallardi, 1935. Volume III.