

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA

LL.M. em Direito Societário

Bruna Santos de Carvalho

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS E
COOPERATIVAS À LUZ DO PROJETO DE LEI 3324/2020 E A SUA APLICAÇÃO
PRÁTICA**

São Paulo

2021

BRUNA SANTOS DE CARVALHO

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS E
COOPERATIVAS À LUZ DO PROJETO DE LEI 3324/2020 E A SUA APLICAÇÃO
PRÁTICA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao programa de LL.M em Direito Societário, como requisito parcial para obtenção do título pós-graduação no Insper; Direito Societário.

Orientador: Gabriel Saad Kik Buschinelli e Ana Cristina Kleindienst

São Paulo

2021

Carvalho, Bruna Santos de

A Emissão de Debêntures por sociedades limitadas e cooperativas à luz do Projeto de Lei 3324/2020 e a sua aplicação prática; – São Paulo: Insper, 2021.

47 f.

Trabalho de Conclusão de Curso – Insper, 2021

orientador: Prof. Gabriel Saad Kik Buschinelli e Ana Cristina Kleindienst

1. Direito societário 2. Sociedade Limitada 3. Cooperativismo 3. Debêntures 4. Valores Mobiliários
5. Demonstrações Financeiras 6. Projeto de lei.

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais, **José** e **Vanderli**, pelo incentivo irrestrito aos estudos e a busca ao conhecimento desde os meus primeiros passos no mundo acadêmico.

Ao meu marido, **Augusto**, pela paciência com a minha ausência nos sábados e domingos dedicados a este trabalho.

Agradeço também aos meus gestores profissionais, em especial **Caio Scarpelini**, que muito além de me encorajarem nessa jornada, mesmo com todo ritmo de trabalho esmagador do mundo corporativo, acreditaram no meu potencial e financiaram essa empreitada.

Por fim, agradeço aos professores **Gabriel Saad Kik Buschinelli** e **Ana Cristina Von Gusseck Kleindienst** pela orientação e pelos quais estendo meus agradecimentos aos demais professores do LLMDS24 em direito societário do Insper que são fontes inesgotáveis de aprendizado, inspiração e admiração.

Resumo

A presente pesquisa teve como objetivo verificar, sob a luz o Projeto de Lei nº 3324/2020, se a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas e cooperativas possuem compatibilidade com a legislação atual de emissão desse valor mobiliário. O trabalho mostrará brevemente a evolução desses dois tipos societários que ao longo dos anos foram se aproximando do perfil das sociedades empresariais. Apresentará, ainda, de forma sucinta sobre o instituto das debêntures e como ele desempenha papel fundamental na captação de recursos por diversas sociedades e o que a extensão desse direito às sociedades por quotas e cooperativas pode significar para o desenvolvimento do Brasil. Ver-se-á a análise de projetos de lei que já buscaram autorizar às limitadas a emitir debêntures no passado, bem como o Projeto de Lei nº 3324/2020 que inclui as cooperativas no bojo da discussão. Serão compilados os requisitos necessários e esperados para entrada no mercado de capitais oficialmente, e por fim, se verificará a conclusão favorável à aprovação do projeto de lei.

Palavras chaves: 1. Direito societário 2. Sociedade Limitada 3. Cooperativismo 3. Debêntures 4. Valores Mobiliários 5. Demonstrações Financeiras 6. Projeto de lei.

Abstract

The scope of this research aimed to verify, under the light of Bill n. 3324/2020, if the issuance of debentures by limited liability companies and cooperatives complies with the current legal structure regulating the issuance of this security. The work briefly discusses the evolution of these companies that come closer over the years to the profile of business companies. It also briefly presents about the institute of debentures and how it plays a fundamental role in raising funds by various companies and what the extension of this right to limited companies and cooperatives can mean for the development of Brazil. The doctrinal positions for and against the issuance of debentures by the two types of companies are also herein. It is included the analysis of bills that have already sought to authorize limited companies to issue debentures in the past, as well as Bill n. 3324/2020, which includes cooperatives in the discussion. The necessary and expected requirements by these companies for entry officially into the bond market will be compiled, and finally, the conclusion for the approval of the Bill.

Keywords: 1. Corporate law 2. Limited liability company 3. Corporativism 3. Debentures 4. Securities 5. Financial Statements 6. Bill.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	Contexto do Projeto de Lei nº 3324/2020	8
1.2	Bases utilizadas para a pesquisa	9
1.3	Objetivos da pesquisa.....	11
1.4	Estrutura do trabalho	11
2	ORIGEM E EVOLUÇÃO DAS LIMITADAS E COOPERATIVAS	13
3	BASE LEGAL: LIMITADAS, COOPERATIVAS E DEBÊNTURES	16
3.1	Base legal das sociedades limitadas e das cooperativas	16
3.2	Conceito e tratamento jurídico das debêntures.	17
3.3	Criação e emissões privadas e públicas de debêntures	19
4	NOTAS SOBRE A EMISSÃO DE DEBENTURES POR LIMITADAS	24
4.1	Argumentos favoráveis à emissão	24
4.2	Argumentos desfavoráveis à emissão	26
5	NOTAS SOBRE A EMISSÃO DE DEBENTURES POR COOPERATIVAS ...	29
6	PROJETOS DE LEI ACERCA DO TEMA E O PL 3324/2020	32
7	TRANSPARÊNCIA FINANCEIRA E A EMISSÃO DE DEBÊNTURES	39
8	CONCLUSÃO	42
	REFERÊNCIAS	45

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto do Projeto de Lei nº 3324/2020

No ano de 2020, a economia mundial sofreu um grande abalo com a declaração da pandemia do coronavírus pela Organização Mundial de Saúde em 11 de março de 2020, especialmente àquelas economias já fragilizadas dos países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento. Desde a crise pandêmica originada pela gripe espanhola na década de 20, não se via um problema sanitário tão inédito e sem precedente científico.

No Brasil, os efeitos do distanciamento social exigido e necessário para contenção de uma doença classificada como altamente contagiosa, foram sentidos rapidamente pela maioria dos empresários, tendo em vista que os microempresários individuais (MEI), as microempresas (ME) e as empresas de pequeno porte (EPP) são de longe o porte da maioria das empresas formais no país.

Segundo o Sebrae, com dados atualizados da Receita Federal do Brasil em 11 de maio de 2020, os MEI, as ME e as EPP constituem o porte de 89,93% das empresas do país, sendo deste total 56,72% formadas apenas por MEI¹. Os microempresários individuais são aqueles que possuem faturamento de até R\$ 81.000,00 por ano, que não são sócios em uma outra empresa, que possuam apenas um empregado e que exercem atividade permitida pela Resolução CGSN nº 140, de 2018².

Sem aprofundar a análise dos dados acima, não é difícil entender o porquê os efeitos do fechamento e paralisação do comércio e às limitações as atividades industriais, nos moldes tradicionais, tenham causado um efeito dramático na economia e na formação de receita da grande parte das empresas de menor poder

¹ Painel das empresas no Brasil - <https://datasebrae.com.br/totaldeempresas/>

² Portal do Empreendedor – O que é o MEI – Microempresário individual? https://meiportaldoempreendedor.com/produto/registro-cnpj-mei?gclid=CjwKCAjwq7aGBhADEiwA6uGZpy7hWEteAJZa8qTIQCVr7fFE4rkLRA1rSFNyOBWdOBej47ud-npc8hoC-xEQAvD_BwE

econômico e da geração de renda das pessoas naturais por trás dessas pessoas jurídicas no Brasil.

Tendo este ambiente como contexto, surge o Projeto de Lei nº 3324/2020, cujo objetivo principal é a viabilizar a captação de recursos pelas sociedades limitadas e pelas cooperativas, mediante a alteração do Código Civil Brasileiro, para introduzir o permissivo expreso para emissão de debêntures por esses dois tipos societários.

1.2 Bases utilizadas para a pesquisa

O Brasil, historicamente, é o país das sociedades limitadas, sendo o tipo societário de 90% das empresas aqui localizadas, incluindo as EIRELI, fato este atribuído principalmente à facilidade de sua constituição. As pequenas e médias empresas que são amplamente a maioria, como já apresentado acima se utilizam deste meio de sociedade para formalização e separação patrimonial, em razão de sua simplicidade, praticidade na gestão, organização e manutenção³.

Já o cooperativismo, apesar de não ser comparável em números de empresas constituídas se confrontadas com o número de sociedades limitadas, em termos de geração de receita e composição do Produto Interno Bruto produzido pelo país, apresenta-se com altíssima representatividade na geração de riqueza no Brasil.

Com dados do Anuário do Cooperativismo Brasileiro de 2020, o setor gerou faturamento de mais de R\$ 308,8 bilhões de reais, e conta com ativos em torno de R\$ 494,3 bilhões de reais, tendo gerado aos cofres públicos mais de R\$ 11 bilhões de reais em tributos. Ainda, segundo informações do anuário, tais números são subestimados, pois as pesquisas contaram com os números de apenas 2.827 cooperativas contra 5.314 ativas no ano de 2020⁴.

³ DE CARVALHO, Bruna Santos. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

⁴ Anuário do Cooperativismo Brasileiro 2020 - https://d335luupugsy2.cloudfront.net/cms/files/100931/1608152662Anuario_2020-vf.pdf

As cooperativas no setor de agronegócio são a maioria no Brasil em quantidade de ativas e na contribuição do faturamento produzido pelo cooperativismo geral, somente o setor agropecuário gerou a receita de faturamento de R\$ 183,3 bilhões de reais em 2020.

Entretanto, os setores cooperativistas são divididos em outros mercados como os de consumo, crédito, infraestrutura, saúde, trabalho, produção de bens e serviços e por último atua no ramo de transporte, que são organizamos de forma setorial.

O cooperativismo também sofreu com as adversidades advindas da pandemia do coronavírus, principalmente no que tange os pequenos produtores rurais. O setor foi colocado à prova, ainda assim, permaneceu com uma posição sólida e demonstrou crescimento no ano de 2020, o número de cooperativas e cooperados cresceu, assim como o faturamento.

Contudo, o principal inimigo do setor não foi e é a crise gerada pela pandemia, o alto nível de concorrência do cooperativismo no mundo é o que preocupa os especialistas. O setor enfrenta uma competição acirrada se compararmos a outras cooperativas firmadas ao redor do mundo, que possuem mercados mais maduros com créditos mais acessíveis do ponto de vista de alcance e custeio.

De acordo com R. Rodrigues (1997, p. 91):

“A competição acirrada, a busca pela eficiência máxima, a redução de custos e de preços, qualidade, produtividade, incorporação de novas tecnologias, profissionalização etc., são temas dominantes pelo mundo afora e se caracterizam pelo predomínio do econômico sobre o social. As cooperativas não podem ficar fora desta realidade. Terão que reduzir seus custos e aprimorar sua gestão e isto implicará, certamente, em despedir funcionários”⁵.

⁵ RODRIGUES, R. Novos rumos do cooperativismo. XI Congresso Brasileiro De Cooperativismo. Brasília, p. 90-96, novembro de 1997.

Na opinião de S. Dornelas (1998) para conseguirem sobreviver, as cooperativas tiveram de enfrentar o enorme desafio de agir como empresas privadas no mercado, além de terem que preservar suas relações com os cooperados, que são, ao mesmo tempo, donos, clientes e fornecedores⁶.

Dentre os desafios no setor privado, seja ele formado por sociedades limitadas ou pequenas e grandes cooperativas está a obtenção de linhas de crédito atrativas, com menor custo, que viabilizem a expansão ou ainda que ajudem na sustentação de tais negócios em períodos desfavoráveis à atividade econômica.

A possibilidade de emissão de títulos de dívidas (debêntures) por limitadas e por cooperativas aparece como uma alternativa de obtenção de capital de terceiros para capitalização e favorecimento destas sociedades.

1.3 Objetivos da pesquisa

Procura-se com este trabalho o aprofundamento no projeto de lei nº 3324/2020, entender seus pormenores e detalhes, especialmente em relação a adoção pelas limitadas e cooperativas de transparência financeira, com a publicação de demonstrações financeiras, assim como as companhias fechadas, bem como criticá-lo a fim de entender se o texto proposto na norma atenderá e alcançará de fato a intenção do legislador⁷.

1.4 Estrutura do trabalho

Além desta modesta introdução como capítulo 1, o trabalho conterà mais 7 capítulos, incluindo a conclusão. O capítulo dois trará um contexto histórico de criação das limitadas e cooperativas e o desenvolvimento desses tipos societários no decorrer no tempo. Isso é importante para demonstrar a relevância dessas sociedades no

⁶ DORNELAS, S. Dois pesos e uma medida: nascido sob a égide da solidariedade, o cooperativismo enfrenta hoje o desafio de conciliar seus princípios com a competitividade. *Agroanalysis*, Rio de Janeiro, v. 18, n.º 12, p. 28-29, dezembro, 1998

⁷ DE CARVALHO, Bruna Santos. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

desenvolvimento econômico do país e como no decorrer nos anos estas sofreram significativas alterações em sua natureza.

O capítulo terceiro apresentará um pouco sobre a legislação que rege tais sociedades, isso se faz necessário para traçar apresentar a base a ser utilizada como paralelo entre as normais atuais e as mudanças propostas pelo projeto de lei em discussão.

Os capítulos quarto e quinto mostrarão sob o ponto de vista doutrinário e regulatório quais são os argumentos favoráveis e desfavoráveis à emissão de debêntures por sociedades cooperativas e limitadas, sendo o quarto dedicado às limitadas e o quinto às cooperativas.

O sexto capítulo focará nos projetos de lei que já trataram do tema, com foco no último, o Projeto 3324/2020 que incluiu expressamente às cooperativas no bojo da discussão tão atual. Apresentar-se-á de forma crítica os seus objetivos trazidos na justificção e no mérito a análise efetiva e prática das mudanças propostas.

O penúltimo capítulo trará quais seriam as regras as quais as cooperativas e limitadas deveriam se adequar, especialmente no tocante à transparência na publicidade de demonstrações financeiras, cujo objetivo é unicamente incentivar e trazer credibilidade para ingresso efetivo no mercado de negociação de debêntures.

Por fim, no último a conclusão do trabalho mostrará que há uma disposição ao posicionamento favorável a estender o direito de emissão de debêntures às limitadas e cooperativas e para aprovação do projeto de lei, para que enfim se mitigue a insegurança jurídica atual e se enquadre o Brasil na tendência moderna de realização de negócios jurídicos menos formais e mais voltados para o efeito prático pretendido e almejado pela economia e necessário para o desenvolvimento do país.

2 ORIGEM E EVOLUÇÃO DAS LIMITADAS E COOPERATIVAS

As sociedades limitadas surgiram na Europa no século XIX devido ao alto desenvolvimento e crescimento do comércio na região, com uma pequena controvérsia sobre o país pioneiro a instituí-la formalmente, a dúvida paira sob Inglaterra ou Alemanha. Os principais doutrinadores de direito comercial no Brasil garantem a origem aos germânicos, pois em 1982 o país tratou as limitadas como um tipo societário novo e próprio, e não apenas como uma espécie de sociedade anônima simplificada.

O tipo societário de responsabilidade limitada já foi instituído com o objetivo de simplificar a formalização das sociedades, pois havia muita interferência do estado na época para sua formação, manutenção e também como forma de restringir a responsabilidade do sócio à sua própria contribuição, papel este que os tipos societários já existentes não cumpriam.

Em terras brasileiras, a legislação só previu oficialmente a responsabilidade limitada por quotas em 1919, porém mediante lei que apresentava diversas lacunas que aumentava as dúvidas sobre a sua aplicação. Em contrapartida as lacunas favoreciam a autonomia de vontade dos sócios que tinham certa liberdade para prever no contrato o que lhes fosse mais conveniente.

Em 2002, o Código Civil Brasileiro sanou algumas dúvidas, sendo a principal a expressa autorização para o uso da lei das sociedades anônimas de forma supletiva, desde que haja previsão contratual, de forma a preencher as aberturas e omissões deixadas pela legislação anterior.

As cooperativas também tiveram origem na Europa do século XIX, e ganharam ainda mais força com a Revolução Industrial, justamente em razão da necessidade dos trabalhadores a encontrarem mecanismos para lutar contra a repressão estatal e novas alternativas coletivas para combater os graves problemas sociais e econômicos de apresentados à época, que afetavam a subsistência da população.

Bastiani (1991, p. 2, apud Pinho, 1982) afirma:

“O surgimento do pensamento cooperativo teve sua origem no liberalismo econômico ocorrido na Europa no final do século XVIII e no início do século XIX. Este proclamava a harmonia entre o interesse do indivíduo e o interesse da sociedade, sendo defendido pelos economistas fisiocratas e clássicos. Entretanto, a realidade social da época era bem diversa. Para os estudiosos do assunto, esta fase da história econômica da humanidade era caracterizada de um lado pelo enriquecimento de uma minoria de empreendedores graças à alta produtividade das máquinas e aos baixos salários e, de outro lado, pela miséria da classe operária traduzida pelo aumento da mortalidade infantil, da criminalidade e da diminuição da natalidade. Em resposta a este quadro, surgiram inúmeras reações por parte da intelectualidade e da própria classe operária no sentido de melhoria das precárias condições de vida que esta última usufruía”⁸.

Assim, o cooperativismo surge com a ideia de trabalho em conjunto, para que a coletividade atinja objetivos mútuos. O cooperativismo se origina da palavra cooperar, que tem origem latina do verbo *cooperati*, que significa operar em conjunto.

No Brasil, a ideia cooperativista nasce com total influência europeia, justamente com a chegada dos imigrantes europeus ao país, após a abolição da escravatura em 1888 e a alta necessidade de mão de obra barata e em volume para que o país mantivesse a expansão da agricultura e do comércio local.

Como se vê, se traçado paralelos entre os dois tipos societários, encontra-se em seus respectivos nascimentos, além da necessidade de se reinventar graças ao avanço do comércio na Europa, se vê o movimento social com objetivo de obter menos controle estatal nos negócios e na própria criação de meios de sobrevivência da população para que a dependência do estado não fosse tão avassaladora.

Outro aspecto em comum, é que historicamente as limitadas e as cooperativas estavam bastante vinculadas e dependentes ao tipo de contribuição que as pessoas poderiam oferecê-las, seja pela capacidade do sócio em determinada habilidade específica, seja pela quantidade de trabalho produtivo despendido à cooperativa.

Por outro lado, existem várias características que distinguem às sociedades limitadas, das cooperativas. Na essência as limitadas eram sociedades de pessoas,

⁸ BASTIANI, I. C. R. Risco e taxa de retorno: agroindústria cooperativa versus pequena propriedade rural. São Paulo: EAESP/FGV, 1991.

tem em vista as condições definidas para a alienação da participação societária, a sua penhorabilidade por dívida particular contraída pelo sócio e a possibilidade ou não de sucessão por morte.

O contrato social é com frequência quem estabelece a premissa sobre o perfil da sociedade como de pessoas ou de capital a depender do seu nível de amplitude e restrições impostas às matérias citadas acima, principalmente no tocante à alienação de quotas e sucessão por morte de sócio pessoa natural.

As cooperativas exercem atividades empresariais assim como as outras sociedades, atuando com profissionalismo, através de uma atividade econômica organizada para produção e circulação de bens e/ou serviços, porém se submetem a regime jurídico bem distinto.

Ponto crucial para diferenciá-las é que as cooperativas têm o objetivo de gerar oportunidades de negócios aos seus associados, não tendo a maximização de lucros como centro de sua atividade, por ser justamente sem fins lucrativos. Isso não pode confundir a ideia de participação ou a relevância das cooperativas nos mercados.

A cooperativa é uma associação de pessoas, mas ao mesmo tempo é uma empresa econômica. Durante muito tempo as leis se preocuparam muito em definir a cooperativa em função de seu caráter associativo e social, porém não levaram em conta suficientemente este outro conceito, este outro ingrediente, que integra a noção de cooperativa, que é sua condição de empresa econômica. Isto é um dos fatos que devem iluminar a reflexão acerca da legislação de cooperativas no futuro (Cracogna, 1997)⁹.

Desde então, com a evolução dos negócios no Brasil, o advento das tecnologias, a necessidade de adaptação e criatividade para enfrentamento da concorrência acirrada devido a globalização, o desenho destas sociedades mudou muito e evoluíram com o tempo, deixando-as cada vez menos dependentes de pessoas e tornando-se cada vez mais próximas às organizações de capital.

⁹ CRACOGNA, D. Adequação da legislação cooperativista: experiência internacional. XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, p. 134-145, novembro de 1997.

3 BASE LEGAL: LIMITADAS, COOPERATIVAS E DEBÊNTURES

3.1 Base legal das sociedades limitadas e das cooperativas

A análise aprofundada dos artigos do Código Civil que regem as limitadas e a lei que trata das cooperativas já foram amplamente abordadas e exploradas pela doutrina brasileira, bem como por vários trabalhos acadêmicos ao longo dos anos, de forma que este trabalho não busca examiná-los com nenhuma profundidade.

O objetivo aqui é apenas introduzi-los para que seja facilitada a demonstração das mudanças propostas pelo PL nº 3324, nos acréscimos às bases jurídicas de tais tipos societários já previstos no Código Civil de 2002.

As sociedades limitadas são regidas pelo Código Civil brasileiro entre os artigos 1.052 e 1.087 que dispõem normas e regras gerais que devem ser obedecidas por estas sociedades. Muito embora, as grandes corporações de responsabilidade limitadas já se utilizem de muitos conceitos e mecanismos das sociedades por ações, bem como a descrevem como lei de regência suplementar, a fim de sofisticar alguns institutos, a base legal das limitadas ainda é simplificada pelo texto trazido no Código Civil.

Vale ressaltar que o próprio Código Civil no parágrafo único do Artigo 1.053¹⁰ prevê a possibilidade do contrato social das limitadas preverem à aplicação da lei das sociedades por ações de forma supletiva às sociedades limitadas.

“Art. 1.053. (...)

Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.”

No tocante às sociedades cooperativas, o marco histórico é a criação da Lei 5.764, de 16 de dezembro de 1971 é quem instituiu o regime jurídico das cooperativas

¹⁰ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm

e definiu a Política Nacional do Cooperativismo no Brasil. A lei completa 50 anos em 2021 e sofreu algumas poucas atualizações ao passar dos anos.

Dois anos antes da chamada “lei das cooperativas”, em 02 de dezembro de 1969 durante o IV Congresso Brasileiro de Cooperativismo foi criada a Organização das Cooperativas Brasileiras (OCB), sociedade civil, sem fins lucrativos que representa todas as cooperativas do Brasil e lidera os interesses do cooperativismo nacional.

O Código Civil também trata das sociedades cooperativas entre os artigos 1.093 a 1096, mas ressalta que a legislação especial é quem vai prevalecer e dispor sobre os elementos característicos dessas sociedades.

Não há lei especial que preveja a regência supletiva da lei das sociedades por ações às cooperativas, tampouco o Código Civil prevê essa possibilidade. Esse argumento é utilizado por quem defende a falta de previsão legal para emissão de debêntures pelas sociedades cooperativistas.

3.2 Conceito e tratamento jurídico das debêntures.

Na origem, grande parte dos doutrinadores estabelecem que as debêntures observam a estrutura dos mútuos, mediante uma série de títulos que representam frações de um mesmo empréstimo que a sociedade emissora contrai junto ao público investidor¹¹.

Nesse sentido, há quem atribua às debêntures a natureza dos títulos de crédito, que possuem diversas regras e que têm o formalismo como base para emissão. Como lembra Amaral, os conceitos que imputaram as debêntures a natureza de contratos

¹¹BORBA e BORBA, op. cit., p. 87.
p. 76. Debêntures e Bônus de Subscrição. in Tratado de direito comercial. 1. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 8.

de mútuo ou de títulos de créditos são anteriores à Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e ao atual Código Civil, com poucas exceções¹².

Com a evolução do tempo, há visivelmente uma tendência dos juristas e da jurisprudência moderna em afastar a natureza jurídica das debêntures dos títulos de crédito e dos contratos de mútuo para enquadrá-las apenas no conceito fixo de um valor mobiliário que conceda ao seu detentor um crédito abstrato.

Fabio Ulhoa Coelho é taxativo ao afirmar “debênture não é título de crédito, mas exclusivamente valor mobiliário”¹³. O que demonstra a sintomia com a prática que define o conceito de debêntures como forma de captação de recursos importante para o direito comercial e a economia e não apenas como instrumento creditório tratado pela legislação civilista.

O STJ em 2013 pelo voto do ministro relator Luis Felipe Salomão preconizou que as debêntures possuem certas atribuições diversas dos títulos de crédito e que concorda com alguns juristas comercialistas quando estes definem as debêntures apenas como um valor mobiliário que conferem ao seu titular um direito de crédito em face da sociedade que o emitiu¹⁴.

Eizirik com maestria simplifica o entendimento afirmando que as debêntures são valores mobiliários e que conferem um direito de crédito ao seu titular contra o emissor, cujas condições devem ser precisamente estipuladas na escritura de emissão e, se houver, no certificado¹⁵.

Outros autores ao conceituarem debêntures também se utilizaram da analogia ao tesouro direto, que também é um título de renda fixa de emissão pública, que cria

¹² Amaral, J.R.G.D. Regime Jurídico das Debêntures. São Paulo, Grupo Almedina (Portugal), 2016. 9788584935468. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935468/>. Acesso em: 26 Jun 2021.

¹³ Ulhoa, C. F. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9786559640683. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>. Acesso em: 24 Jun 2021.

¹⁴ Recurso Especial no 1.321.243 – RJ (2012/0072888-9), Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, 4a Turma. Data do julgamento: 18/06/2013. Data da publicação: Dje 12/08/2013.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson. A lei das S/A comentada Art. 1º a 79. São Paulo: Quartier latin, 2015, p. 356.

uma obrigação ao tesouro e que ajuda a esclarecer e simplificar o conceito e trazendo-as para uma realidade mais prática.

José Borba e Rodrigo Borba afirmam:

“As debêntures são, pois, obrigações, com a natureza de valores mobiliários, que as sociedades por ações têm a prerrogativa de criar. Assim como os Governos criam obrigações do tesouro, as sociedades anônimas criam debêntures, destinando-se umas e outras, em princípio, a financiar as necessidades de caixa ou os investimentos dos respectivos emissores.¹⁶”

Como conteúdo e definição tratar-se-á as debêntures como valores mobiliários, assim como conceituadas no artigo 2º da Lei 6.385 de 76¹⁷, que criou a competência da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) como autarquia para gerir o mercado de capitais.

No mesmo ano de 1976, com o advindo da Lei nº 6.404/76, a chama lei das sociedades anônimas e posteriormente das sociedades por ações (“LSA”), as debêntures passaram a ser consolidadas no mesmo texto do tipo societário das sociedades anônimas e das comanditas por ações, com modificações ao longo dos anos, mas se mantém no texto da lei até os dias atuais.

3.3 Criação e emissões privadas e públicas de debêntures

Buscar-se-á apenas fazer um apanhado geral sobre as características mais determinantes das debêntures. As debêntures, sua natureza jurídica complexa, formas de emissão, tipos utilizados e consolidados no mercado, classificações e formas de garantia não são exaustivas e passíveis de exaurir no presente artigo, sequer há essa pretensão.

¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Direito societário. 10. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pag. 80.

¹⁷ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
(...)
IV - as cédulas de debêntures;

As debêntures estão previstas na LSA no Capítulo V entre os artigos 52 e 79 e são criadas a partir da emissão de uma ou várias séries. Um ponto importante é que a lei exige que os direitos concedidos aos debenturistas de uma mesma série sejam idênticos, sem qualquer diferenciação.

Tullio Ascarelli (2001:736) doutrina essa peculiaridade de forma bastante clara quando da emissão de uma debênture:

“(...) são títulos de crédito emitidos em série; idênticos, por isso, devem ser os direitos decorrentes de qualquer dos títulos da mesma emissão; a emissão de todos os títulos corresponde a uma operação única. É por isso, natural, o interesse em organizar coletivamente os debenturistas e com efeito tal se deu, em virtude de associações voluntárias dos debenturistas, mesmo anteriormente à disciplina legal de uma organização coletiva deles”.

Assim, temos que o que formaliza a debênture é a escritura de emissão do título, cuja eficácia jurídica é precária até que de fato a debênture seja subscrita por algum terceiro. A subscrição é que a coloca em eficácia plena criando-se um crédito ao seu titular e uma dívida (débito) a seu emissor.

Carvalhosa dispõe sobre os itens básicos que devem conter na escritura de emissão:

“A escritura de emissão (art. 61) deverá conter, de forma suficientemente pormenorizada, todos os elementos que venham a permitir ao debenturista, no vencimento do débito, exercer o seu direito de escolha perante a companhia, tais como: os bens que poderão ser usados no pagamento; o valor desses bens, nos termos da avaliação feita na forma do art. 8º da Lei n. 6.404, de 1976; o valor da quota que cada debenturista poderá vir a receber em bens; a indicação precisa dos bens que serão usados para pagar cada quota do débito dos debenturistas; a forma pela qual cada debenturista deverá manifestar a sua opção perante a companhia.¹⁸” (CARVALHOSA, 2002, p. 619).

Quanto à classificação, as debêntures podem ser nomeadas ainda como conversíveis e não conversíveis. O artigo 57 da LSA define os requisitos mínimos para conversão, quais sejam: I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II - a espécie e a classe das ações em

¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentário à lei das sociedades anônimas. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v.1, p. 619.

que poderá ser convertida; III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; e IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

Na prática, o efeito trazido é que o detentor da debênture deixa de ser um credor da sociedade e passar a ser um acionista desta, participando de todos os ganhos e perdas decorrentes do exercício da atividade empresarial.

Leciona Fabio Ulhoa Coelho: “A transformação de dívida em participação societária representa, para a companhia emissora, a reestruturação de seu passivo. A conversão extingue a obrigação de pagar o valor nominal e acréscimos previstos na escritura, em contrapartida do aumento da base acionária. Para os antigos acionistas, a conversão acarreta sempre a redução de sua participação proporcional no capital social”¹⁹.

As debêntures não conversíveis estabelecem imediatamente o oposto, sem qualquer possibilidade de transformar o debenturista em acionista ou sócio. Exceto se houver posterior acordo entre as partes envolvidas, mediante as aprovações necessárias, em respeito único ao princípio da autonomia da vontade.

No tocante a forma de emissão e colocação, as debêntures podem ser privadas, ou seja, de acordo principalmente com três critérios de diferenciação: (i) ofertante; (ii) os destinatários; e (iii) os meios e processos utilizados para colocação dos títulos em circulação²⁰.

Em relação ao emissor sempre será a sociedade ofertante ou quem a lei equipare a sociedade, como por exemplo, o seu acionista controlador, nos termos do parágrafo 2º do art. 19 da lei que rege os valores mobiliários, a 6.385/76.

¹⁹ Ulhoa, C. F. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9786559640683. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>. Acesso em: 24 Jun 2021

²⁰ Campinho, S. **Curso de direito comercial - sociedade anônima**. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 9788553618828. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553618828/>. Acesso em: 27 Jun 2021.

No que se refere aos destinatários, nas emissões privadas a sociedade emissora tem maior controle e escolha a respeito, pois usualmente coloca as debêntures à disposição de outras sociedades com quem já possui alguma relação comercial previamente, a título de exemplo seriam instituições financeiras, fornecedores e clientes. Assim, o vínculo prévio entre ofertante e subscritor descaracteriza a emissão na forma privada.

As emissões públicas são aquelas que exigem registro prévio na CVM, em obediências as regras regulatórias estipuladas no momento da emissão. Para realizar oferta pública, a sociedade e neste caso então, a companhia, precisa ser uma sociedade por ações de capital aberto. As ofertas públicas são sempre realizadas mediante um intermediário, que é a instituição financeira, sem isso, o ato será negado pela autarquia. Por outro lado, a emissão de debênture por qualquer outra sociedade que não a companhia aberta, será plenamente nulo.

Na oferta pública, o emissor não tem qualquer controle sobre o destinatário, pois a debênture é colocada no mercado de balcão com acesso ao público em geral e a todo e qualquer tipo de investidor, independentemente de qualificação.

Não se pode esquecer ou omitir a oferta pública com esforços restritos. Apesar da nomenclatura adotada pela CVM, este tipo de oferta, regulada pela Instrução CVM 476/09, é destinada a um público específico, profissionalizado, conforme determina o Art. 2º da Instrução:

*“Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas **exclusivamente a investidores profissionais**, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”. (grifos nossos)*

Como as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos não exigem aprovação de registro prévio pela CVM, no entendimento da autarquia essas devem ficar restritas aos investidores profissionais que possuem plena capacidade analítica sobre os riscos envolvidos nas operações de mercados de capitais.

A citada instrução normativa também restringe o número de participantes nas ofertas, o que demonstra o nível de exclusividade dos destinatários, que geralmente têm acesso a condições mais atrativas do que as apresentadas no mercado de balcão comum.

4 NOTAS SOBRE A EMISSÃO DE DEBENTURES POR LIMITADAS

4.1 Argumentos favoráveis à emissão

O assunto já foi discutido muito antes de 2002 e ressurgiu após a inclusão das sociedades limitadas como matéria do novo Código Civil Brasileiro. Muito antes disso, vários juristas renomados já tinham se posicionado favoráveis ao tema, como lembra (Amaral, 2016). São eles: Inglez de Souza, Villemor Amaral, Spencer Vampré e Alves da Silva²¹.

O Dr. Herculano Marcos Inglês de Souza no Projeto de Código Comercial de 1912 autorizado pelo Congresso pelo Decreto n. 2379, de 4 de janeiro de 1911 previu: “poderão as sociedades limitadas, mediante prévia deliberação da assembleia geral dos sócios, adotada por tantos sócios quantos representem, pelo menos, metade do capital social, em reunião que assistam três quartos deles, pelo menos, contrair empréstimos em obrigações ao portador (debentures), desde que se constituam com conselho fiscal e deem aos atos e negócios sociais a necessária publicação²².”

Portanto, a doutrina já sinalizava muito mais do que a sua concordância na emissão de debêntures por limitadas, mas já apresentava os requisitos e condições necessários para que tais sociedades pudessem utilizar desse mecanismo com segurança, quais sejam: (i) aprovação em assembleia de sócios, (ii) constituição de conselho fiscal, e (iii) publicidade aos atos e negócios sociais.

Entre os argumentos utilizados para defesa da emissão de debêntures por limitadas estão o princípio da legalidade expresso na Constituição Federal Brasileira²³ nas iniciativas privadas, ou seja, pelo fato de não existir lei que proíba expressamente a emissão de debêntures, as limitadas já estariam previamente autorizadas.

²¹ AMARAL, op. cit., p. 168.

²² SOUZA, H. Inglez. Títulos ao Portador no Direito Brasileiro. Rio de Janeiro: Livraria de Francisco Alves, 1898.

²³ O art. 5º, inciso II, da CF, prevê: “II - ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei;

Outro princípio importante e utilizado é o da autonomia da vontade que permite que os particulares realizem negócios atípicos, pelo simples fato de assim o desejarem. Assim, as sociedades limitadas, como entes privados, poderiam sim emitir no mínimo debêntures privadas, independentemente de formalismo ou não, conforme preconiza o Código Civil de 2002²⁴, sendo estas subscritas por terceiros, também em observância deste princípio.

Aqui vale lembrar que mais recentemente, após aprovação da chamada Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, a chamada lei da Liberdade Econômica, o legislador brasileiro fixou no ordenamento jurídico, os princípios da liberdade como garantia para o exercício da atividade econômica e da intervenção subsidiária e excepcional do Estado nos negócios²⁵. Ainda, a referenciada lei consolidou ainda mais a tendência de que país adote e respeite os negócios atípicos, desde que pautados na boa-fé e na declaração válida de vontade entre as partes.

Se trazermos aspectos mais práticos e legalistas favoráveis à emissão de debêntures por limitadas, encontra-se a possibilidade de regência supletiva pela LSA como fundamento principal. O próprio Código Civil já autorizou de antemão que às limitadas utilizem mecanismos das sociedades por ações para atingirem seus objetivos.

Ainda no sentido favorável encontra-se argumento no texto da Instrução CVM 476 de 2009 que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, entre elas a emissão de debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações²⁶. Referida instrução usa a nomenclatura emissor em todo seu texto, sem definir ou restringir à emissão daqueles valores mobiliários, a qualquer tipo societário.

²⁴ Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei.

²⁵ Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: I - a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas; II - a boa-fé do particular perante o poder público; III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas; (...);

²⁶ Instrução CVM 476, Artigo 1º, §1º, III. <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em 24/06/2021.

Antes mesmo da edição da Instrução CVM 476/2009, na própria ata de Audiência Pública nº 05/2008²⁷ que discutia a elaboração da referida instrução a CVM já tinha se manifestado sobre a sua posição sobre não encontrar elementos de convencimento suficientes para restringir a emissão dos valores mobiliários ali tratados a um ou outro tipo de sociedade.

Se faz necessário citar que a emissão de outros valores mobiliários já é expressamente autorizada pela CVM, como se vê na Instrução CVM no 480/09 que no artigo 33 determina que “Os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada”²⁸.

Ainda na toada favorável, citam os juristas os exemplos de outros países como França, Itália, Bélgica que já adotaram formalmente nos seus respectivos ordenamentos a possibilidade de as limitadas emitirem debêntures, bem como outros valores mobiliários, conforme lembra Vera Helena de Mello Franco²⁹.

4.2 Argumentos desfavoráveis à emissão

Outra parte da doutrina discorda sobre a compatibilidade do instituto das debêntures com a natureza das sociedades limitadas. Com o devido respeito a esse posicionamento, resta claro que os que o utilizam estão presos ao formalismo e rigidez normativa do direito positivado, que vemos menos frequentes e cada vez mais distantes da realidade prática do mundo dos negócios e da economia.

Entre os ilustres juristas que refutam a possibilidade de as limitadas serem sociedade emissoras de debêntures, é possível indicar Lacerda Teixeira, José Edwaldo Tavares Borba, José Waldecy Lucena, Waldemar Ferreira e Fabio Ulhoa

²⁷ Ata de Audiência Pública 05/2008. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf. Acesso em 24 Jun de 2021.

²⁸ Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 24 de junho de 2021.

²⁹ FRANCO, Vera Helena de Mello. Direito Empresarial I: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 3a ed. São Paulo: RT, 2009, pag. 244.

Coelho. O primeiro argumento utilizado pelos autores é a ausência de previsão legal nesse sentido.

Destaque-se que o parecer e posicionamento da Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo (“JUCESP”) também foi nesse sentido ao rejeitar o arquivamento de escritura de emissão de debêntures de uma sociedade limitada, através do Parecer CJ/JUCESP N.º 20/2012³⁰, pelo qual reafirma que não há dispositivo legal que autorize a emissão por limitadas.

Ainda, defende-se também que o Art. 52 da LSA que inicia na lei o capítulo das debêntures só seria aplicável às sociedades por ações e às comanditas por ações, pois o utiliza-se do termo “companhia”³¹ e que é certo que esta nomenclatura está restrita a estes tipos societários, conforme se vê:

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

No Rio de Janeiro, outro grande estado do país, onde se concentra grande parte da atividade econômica e por consequência com alto volume de sociedades constituídas, a Junta Comercial do Rio de Janeiro (JUCERJ) pela procuradoria também no sentido de negar o arquivamento de ata de assembleia geral de limitada de discorria sobre a emissão de debêntures, usando como base unicamente a letra fria do Art. 52 da LSA, ao dizer que:

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

(...)

Não há, portanto, dúvida de que a lei apenas atribuiu **legitimação** para a emissão de debêntures às sociedades anônimas e às em comandita por ações³².

O mesmo parecer sustenta que as limitadas possuem natureza contratual e não institucional e por isso a emissão de debêntures não é compatível com a sua natureza

³⁰ Ata da Sessão Plenária da JUCESP no 47/2012 (ordinária), de 26 de junho de 2012, p. 6.

³¹ Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 20/06/2021.

³² Parecer emitido nos autos do processo nº 07-2012/232000-0. Disponível em <https://www.jucerja.rj.gov.br/Transparencia/Procuradoria?Length=13>. Acesso em 25/06/2021.

jurídica. Do documento também se retira o fato da procuradoria entender que a Lei nº 6.385/76 que dispõe sobre a CVM e os tipos de valores mobiliários também só se aplica às sociedades que tenham natureza institucional, diferente das limitadas.

Por fim, o parecer também transcreve que a Instrução CVM 476 não admite a emissão de valores mobiliários por limitadas, mas que ela apenas isenta de registro a emissão de debêntures por meio de oferta pública com esforços restritos pelas sociedades por ações.

Argui-se também como forma de limitar a emissão de debêntures às sociedades anônimas, o fato que a LSA não se aplica para contornar eventuais lacunas do Código Civil que dispõe sobre as limitadas, mas sim para suprir omissões do contrato social firmado entre os sócios, como proclama Tavares Borba³³.

O prestigiado jurista que é contrário a emissão de debêntures ainda afirma que as limitadas são possuem padrões rígidos de contabilidade e também não possuem a transparência como regra para publicação de demonstrativos financeiros, o que não possibilita aos investidores fazer o acompanhamento do destino dos recursos³⁴.

Antes de elencar outros argumentos que corroboram esse entendimento, salienta-se que a falta de previsão legal como limitador da atividade jurisdicional ou administrativa é princípio do direito público. O direito privado é, inicialmente, regido pela autonomia de vontade e liberdade em contratar, de forma que esta premissa já se mostra um tanto quanto inadequada.

A fim de trazer um elemento de governança corporativa para sua crítica, o que foge da interpretação literal dos argumentos anteriores, e trás uma abordagem mais prática e realista sobre o tema, Borba menciona que:

“Estender essa prerrogativa às demais sociedades, que não se encontram submetidas a controle e publicidade efetivos, poderia propiciar um fluxo oculto e desenfreado de capitais, que seria de todo indesejável, e que poderia comprometer o interesse nacional.³⁵”

³³ BORBA, José Edwaldo Tavares. Das debêntures. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

³⁴ BORBA, op. cit., p. 14.

³⁵ BORBA, op. cit., p. 14.

5 NOTAS SOBRE A EMISSÃO DE DEBENTURES POR COOPERATIVAS

Um pouco diferente das sociedades limitadas, as cooperativas não foram foco da discussão sobre a possibilidade ou não de emissão de debêntures. Porém, em razão da relevância desses tipos societários para a econômica brasileira, atualmente já se discute a extensão deste direito às cooperativas.

A doutrina não discorreu amplamente sobre esse assunto como no caso das limitadas. José Romeu Garcia do Amaral em sua proeza obra sobre debêntures se declara altamente favorável e ainda ressalta que não vê qualquer motivo para que as cooperativas tenham tratamento diverso que as limitadas nesse sentido³⁶.

Amaral bem recorda que a CVM também já se posicionou favorável à emissão de valores mobiliários pelas cooperativas na CVM nº 480/2009 quando “em seu artigo 33, parágrafo único do mesmo modo que permite a emissão de notas comerciais pelas limitadas, também passou a admitir a emissão de notas comerciais do agronegócio (NCA) pelas sociedades organizadas sob a forma de cooperativa, conforme a seguir transcrito”³⁷:

“Art. 33. [...] Parágrafo único. Além das formas societárias previstas no caput, emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de cooperativa agrícola.”³⁸

A CVM também já autorizou as cooperativas a emitirem nota promissória que confira a seus titulares direito de crédito contra a emitente nos termos do parágrafo único do artigo 2º da Instrução nº 566, de 31 de julho de 2015, que inclui também as limitadas³⁹.

³⁶ Amaral, J.R.G. D. Regime Jurídico das Debêntures. São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2016. 9788584935468. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935468/>. Acesso em: 28 Jun 2021.

³⁷ Amaral, op. cit., p. 187.

³⁸ Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 26 Jun 2021.

³⁹ Art. 2º As companhias e as sociedades limitadas podem emitir, para distribuição pública, nota promissória que confira a seus titulares direito de crédito contra a emitente, observadas as características dos títulos previstas nesta Instrução. Parágrafo único. **As cooperativas** que tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária **também podem**

Outro argumento importante para às cooperativas que também já foi citado acima é o fato da CVM na Audiência Pública 05/2008 não ter restringido a oferta pública de valores mobiliários já disseminados no mercado a qualquer tipo societário, como resta claro abaixo:

“Considerando as manifestações recebidas, a SDM não se convenceu da necessidade de restringir a possibilidade de realizar ofertas públicas distribuídas com esforços restritos a um ou mais tipos societários”⁴⁰.

Com isso, temos a autarquia responsável pelo controle e regulação de valores mobiliários do país, completamente favorável a não restrição e a facilitação da abertura do mercado de capitais também para as cooperativas.

Ainda, pesa o fato de que o Decreto-Lei nº 781, de 12 de outubro de 1938 que regia as debêntures previa em seu artigo 1º a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades anônimas, comandita por ações e outras sociedades autorizadas por lei especial, como é o caso das cooperativas que são regidas pela Lei nº 5.764/1971.

Pese que o referido Decreto-Lei está em vigor conforme consta no site do Congresso Nacional⁴¹, este não foi substituído pela LSA no que se refere às cooperativas. A LSA superou o decreto no que tange as sociedades por ações e comanditas por ações. Segundo José Romeu Garcia D. Amaral⁴², isso nos leva a acreditar que já haveria na legislação em vigor uma autorização expressa para emissão de debêntures pelas sociedades cooperativas.

Defende Amaral⁴³ que a estrutura organizacional das cooperativas pode se aproximar e muito das sociedades por ações, tendo em visto que a Lei 5.764/71 prevê

emitir nota promissória para distribuição pública, observadas as características dos títulos previstas nesta Instrução. (grifo nosso). Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>. Acesso em 28 Jun 2021.

⁴⁰ Ata de Audiência Pública 05/2008. Disponível em

http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf. Acesso em 24 Jun de 2021.

⁴¹ Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1930-1939/decreto-lei-781-12-outubro-1938-350319-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em 24 Jun 2021.

⁴² AMARAL, cit., p. 32.

⁴³ AMARAL, cit., p. 188.

a possibilidade de o Estatuto incluir órgãos sociais como assembleia, diretoria, conselho de administração e conselho fiscal, conforme disposto no artigo 56:

“Art. 56. A administração da sociedade será fiscalizada, assídua e minuciosamente, por um Conselho Fiscal, constituído de 3 (três) membros efetivos e 3 (três) suplentes, todos associados eleitos anualmente pela Assembleia Geral, sendo permitida apenas a reeleição de 1/3 (um terço) dos seus componentes⁴⁴.”

No mais, a Lei 5.764/71 ainda prevê no artigo 112:

“Art. 112. O Balanço Geral e o Relatório do exercício social que as cooperativas deverão encaminhar anualmente aos órgãos de controle serão acompanhados, a juízo destes, de parecer emitido por um serviço independente de auditoria credenciado pela Organização das Cooperativas Brasileiras⁴⁵.”

Vale ressaltar que há um Manual das Cooperativas que foi aprovado pelo Departamento Nacional de Registro do Comércio (DNRC) através da Instrução Normativa no 101/2006 que trata sobre a forma de publicação das atas de assembleia das cooperativas, bem como direciona sob o formato correto de convocação, assim: “A publicação do edital de convocação será feita, por uma vez, em jornal de circulação regular e geral, editado ou não no município da sede da cooperativa (não serão aceitas, portanto, publicações em jornais ou informativos de cooperativas de produção, prefeituras municipais, clubes, associações, etc. ou publicado em folha sem identificação do jornal ou sem determinação precisa da data de publicação.”

Não se trata de mera coincidência as semelhanças entre cooperativas e sociedades reguladas pela LSA. É só a lógica jurídica brasileira, junto com seu corpo regulador reforçando a possibilidade de emissão de debêntures por cooperativas, como forma de captação de recurso de um relevante tipo societário, tendo em vista que grande parte das grandes sociedades brasileiras estão formalizadas sob cooperativas.

⁴⁴ Disponível em

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5764.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%205.764%2C%20DE%2016,cooperativas%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAsncias. Acesso em 28 Jun 2021.

⁴⁵ Disponível em

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5764.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%205.764%2C%20DE%2016,cooperativas%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAsncias. Acesso em 28 Jun 2021.

Por fim, vale apenas mencionar que o direito italiano já incorporou no ordenamento jurídico desde 1998 a possibilidade de as cooperativas emitirem debêntures. Amaral⁴⁶, citando Sergio Luoni estuda que “o Testa Unico bancário foi modificado pelo Decreto legislativo n. 342, de 4 de agosto de 1.999, para permitir que a cooperativa se habilitasse à captação de recursos junto ao público investidor”.

Não se encontra posição doutrinária contrária à emissão de debêntures por sociedades cooperativas. Amaral, estudioso pioneiro e único autor a falar amplamente sobre o tema levanta a possibilidade de questionarem a falta de previsão de regência supletiva da LSA pelas cooperativas, contudo, ressalta que a “Lei 5.764/71 é anterior à atual LSA e à época as debêntures estavam disciplinadas em diploma específico”⁴⁷.

6 PROJETOS DE LEI ACERCA DO TEMA E O PL 3324/2020

Como parte do trabalho dos legisladores, cabe o olhar atento a evoluções políticas e econômicas, e assim buscar criar mecanismos legislativos que se enquadrem as novas necessidades trazidas pelo progresso, a fim de garantir segurança jurídica e favorecer e incentivar novos investimentos no país.

Infelizmente, as mudanças legislativas não conseguem acompanhar a velocidade do desenvolvimento econômico e as mudanças trazidas pela globalização. Fica bem claro enxergar essa perspectiva quando falamos sobre a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas.

Em pleno ano de 2021 no bojo de uma crise sanitária há ainda espaço para discussão sobre um tema de relevância tão expressiva para a sociedade e econômica do país, o que poderia resultar em benefícios para o mercado, gera atraso e dúvida. Pode-se ainda falar que o Brasil está atrasado se compararmos com outros países do direito positivado, como já foi mencionado acima.

⁴⁶ AMARAL, cit., p. 190.

⁴⁷ AMARAL, cit., p. 188.

De positivo, podemos mencionar algumas tentativas de autorizar expressamente a emissão de debêntures por outros tipos societários que não os tratados pela LSA. No tocante às limitadas as propostas de mudanças relacionadas, exclusivamente, sobre o tema são mais antigas e objeto de alguns projetos de lei.

Aqui cabe uma ressalva a respeito do Projeto de Lei 171 de 1999, que tramitou no congresso até o ano de 2007 quando foi arquivado por definitivo. O projeto buscava alterar toda a legislação cooperativista, para que essas sociedades se adequassem a uma realidade completamente diferente. Entre as mudanças, estava previsto a possibilidade de abertura de capital pelas cooperativas, assim como as sociedades por ações, e por consequência emitir debêntures. O projeto de lei não trata especificamente da emissão de debêntures por cooperativas, mas de toda uma mudança estrutural neste tipo societário.

Por tratar exclusivamente de emissão de debêntures, o primeiro projeto que se teve notoriedade foi o Projeto de Lei nº 6322/2013 que teve iniciativa na Câmara dos Deputados, que foi arquivado e desarquivado no ano de 2019⁴⁸, e que recentemente voltou para a Comissão Constituição e Justiça e De Cidadania sob relatoria do deputado federal Sr. Luiz Fernando Faria do PP-MG.

O projeto visa alterar a LSA para incluir no artigo 52 o parágrafo único que daria o permissão expresso para que as sociedades limitadas emitissem debêntures, como se vê:

“Art. 52.
Parágrafo único. Semelhante faculdade é garantida à sociedade limitada, desde que observadas, no que couberem, as disposições deste Capítulo e a regulação aplicável.”
(NR)⁴⁹”

⁴⁸ DE CARVALHO, Bruna Santos. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

⁴⁹ Projeto de Lei nº 6322/2013. Disponível em https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node01c7d4civrqfy2d1azrwms234oc426748468.node0?codteor=1544901&filename=Avulso+-PL+6322/2013. Acesso em 24 Jun 2020.

A inclusão do parágrafo único é a única sugestão de alteração proposta pelo projeto de lei e como se vê somente refere-se às limitadas, sem qualquer menção às cooperativas.

Como justificção, o projeto diz que as limitadas são a maioria de sociedades constituídas no país, que por não estarem previstas na LSA estão excluídas da faculdade de emitir debêntures. Ainda, cita que CVM é quem tem competência para tratar de valores mobiliários e que esta já se posicionou no sentido de que não está convencida sobre a necessidade de restrição aos tipos societários previstos na LSA, em alusão direta a audiência pública em que o tema foi tratado. O autor do projeto, o deputado federal Carlos Bezerra ainda cita que o projeto vem “ao encontro de uma estrutura empresarial moderna e globalizada, tanto clamada pelo País, como um todo e pelos empreendedores, em particular”⁵⁰.

A segunda iniciativa legislativa é de 2019 e tratou-se da Medida Provisória 881/19, a amplamente comentada e divulgada “MP da Liberdade Econômica”, posteriormente convertida na Lei 13.874/2019. O texto original da MP também previa expressamente essa possibilidade, com pedido de alteração do Código Civil, contudo, durante a tramitação no legislativo esse item especialmente foi vetado⁵¹.

Se busca no presente, tratar com mais detalhes do Projeto de Lei 3324/2020, cuja intenção é autorizar a emissão de debêntures não somente às limitadas, mas estender esse direito às sociedades cooperativas. Essa é a grande diferença e novidade do projeto, tendo em vista que as tentativas supracitadas nunca incluíram em seus textos este tipo último societário e restringiam-se somente às limitadas⁵².

Desta forma, vemos que o referido projeto de lei é mais completo, tendo super bem recepcionado pelas cooperativas e seus representantes como é o caso da

⁵⁰ Idem.

⁵¹ DE CARVALHO, Bruna Santos. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

⁵² CARVALHO, Bruna Santos de. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

SESCOOP - Serviço Nacional de Aprendizagem do Cooperativismo que se manifestou dizendo que o PL “(...) será uma nova forma de financiamento das cooperativas, uma nova modalidade de crédito que, se trabalhada de forma consistente, garantirá mais recursos para as cooperativas”⁵³.

Na sua justificação, citando Godke Veiga, o projeto de lei menciona que as pequenas empresas encontram muitas dificuldades em obter empréstimos bancários, e que a maioria delas está constituída na forma de sociedades limitadas⁵⁴. Ainda, menciona que com o advindo da lei da liberdade econômica que passou a admitir a limitada unipessoal, a tendência é o número desse tipo de sociedade cresça ainda mais.

O projeto defende a sua aprovação ao dizer que normalmente a negativa de registro da escritura de debêntures, a despeito da doutrina majoritária já admitir a possibilidade, está pautada na ausência de previsão legal e que isso afasta potenciais investidores⁵⁵.

Se apresenta também um dado muito importante sobre a relevância das debêntures no mercado brasileiro. Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), em 2019 aproximadamente 50% das emissões no mercado de capital brasileiro foram de debêntures e que isso totalizou cerca de R\$ 117,4 bilhões de reais⁵⁶.

Por fim, vale o destaque que o projeto de lei contou com a participação dos seguintes professores de direito e juristas: José Romeu Garcia do Amaral, Marcelo Godke Veiga, Erik Frederico Oioli, João Pedro Barroso do Nascimento, Uinie

⁵³ SESCOOP - 22/06/20 - Projeto de Lei quer liberar emissão de debêntures para cooperativas
<http://www.sescoopsp.org.br/default.php?p=noticias.php&id=7067>

⁵⁴ GODKE VEIGA, Marcelo; e MCCAHERY, Joseph. A. The Financing of Small and Medium-Sized Enterprises: An Analysis of the Financing Gap in Brazil. In: European Business Organization Law Review. Vol. 20 novembro de 2019, pp. 633–664.

⁵⁵Disponível em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleggetter/documento?dm=8121372&ts=1624913007490&disposition=inlin>
e. Acesso em 26 jun 2021.

⁵⁶ Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-decapitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoesde-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm. Acesso em 26 de jun 2021.

Caminha, Luis Felipe Spinelli, João Pedro Scalzilli, Henrique Barbosa e Rodrigo Tellechea.

No texto da nova lei, o projeto prevê alteração do Código Civil, tendo em vista que ambos os institutos são previstos nessa lei. Primeiramente, trata-se da previsão relacionada às limitadas, onde se vê a criação e inclusão do art. 1.055-A e sete parágrafos.

No caput, a autorização expressa para que as limitadas emitam debêntures, de acordo com as previsões dispostas no certificado de emissão. Já no parágrafo primeiro, a previsão expressa da aplicação dos artigos 52 a 74 da LSA, naquilo que forem compatíveis, sendo que estes artigos compõem previsões específicas aplicáveis às debêntures.

No parágrafo segundo a indicação de que não se aplica à conversão de debêntures em quotas as regras do direito de preferência aplicáveis às limitadas, vale apenas salientar que esta previsão deverá ser expressa no contrato social. Enquanto no terceiro parágrafo, se determina o direito de preferência dos sócios para subscrever as debêntures conversíveis ou permutáveis em quotas da própria sociedade, desde que respeitada a proporção de participação societária.

No quarto parágrafo se ressalva a necessidade de as limitadas emissoras de debêntures possuírem os seguintes livros: I – de Registro de Debêntures Nominativas; e II - de Transferência de Debêntures Nominativas.

O quinto parágrafo acarreta a exigência sobre a forma de elaboração das demonstrações financeiras, que deverão ser realizadas na forma das companhias fechadas. O parágrafo sexto dispõe que a oferta pública de debêntures por limitadas será regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários; o que parece redundante se pensarmos que a CVM já tem essa competência exclusiva, no que diz respeito a regulação de toda e qualquer emissão de valor mobiliário.

No último e sétimo parágrafo, também com certa redundância, se fala a respeito da competência do Departamento Nacional de Registro Empresarial Integração da

Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia (DREI), para criar normas a fim de regulamentar o registro de certificados de emissão e dos livros requeridos às limitadas no parágrafo quarto.

No que diz respeito às mudanças propostas para as sociedades, merece destaque a que parece ser mais representativa e que de fato trará uma diferença importante tanto para a sociedade em si, quanto para o mercado investidor, que é a forma de elaboração das informações financeiras, visto que hoje as limitadas vigoram sob a ideia de simplicidade na criação e gestão, o que inclua o formato de apresentação de seus números.

Outro ponto que merece destaque é sobre a regulamentação pela CVM para emissão pública de debêntures. O parágrafo reforça algo já previsto na legislação atual, pois a CVM já possui essa competência exclusiva desde sua criação em 1976. Contudo, este fato alteraria por completo a natureza das limitadas, justamente pela limitação de responsabilidade atribuída aos sócios, o que é incompatível com o ordenamento atual e desinteressante ao investidor.

Como última alteração relativa às limitadas, o legislador sugere a inclusão do parágrafo quarto no artigo 1.081, que dispensa a prévia integralização do capital social, em caso de conversão de debêntures emitidas por limitadas em ações da sociedade.

No que se refere às cooperativas, o projeto de lei também apresenta a inclusão e criação do Art. 1093-A, que no caput dispõe sobre a possibilidade de as sociedades cooperativas emitirem debêntures. Não obstante já termos demonstrado no presente trabalho que a lei em vigor já autoriza sociedades criadas por lei especial emitirem debêntures, ainda há insegurança jurídica e falta de regulamentação sobre o tema.

Os seis parágrafos trarão disponíveis idênticas aquelas aplicáveis às limitadas, ou seja, aplicação de artigos da LSA relacionados às debêntures, criação e registro de livros específicos ao tema, novo formato de elaboração de demonstrações financeiras, sujeito às regras das companhias fechadas, regulamentação pela CVM em caso de emissão via oferta pública e previsão de regras de registro pelo DREI.

A única diferença entre as regras propostas para os tipos societários diz respeito a conversibilidade da debênture em quota. Como as cooperativas têm uma natureza jurídica específica atribuída somente a elas e não possuem capital próprio e sim representativo da quota-parte de cada cooperado, que pode variar ou não de acordo com a movimentação e expressividade financeira de cada um, o legislador pareceu coerente ao retirar essa previsão no que tange as cooperativas.

7 TRANSPARÊNCIA FINANCEIRA E A EMISSÃO DE DEBÊNTURES

Sobre o apresentado no capítulo anterior, salientaremos que a emissão de debêntures por ofertas públicas por sociedades limitadas e cooperativas não serão objeto da análise.

Primeiro porque entende-se que isso é incompatível com o conceito e natureza de tais sociedades. O segundo aspecto é que a legislação vigente veta completamente esta possibilidade, tendo em vista que as instruções CVM requerem que esse tipo de emissão seja realizada somente por companhias abertas registradas na autarquia, o que demandaria uma mudança profunda e absoluta tanto na estrutura das limitadas e cooperativas, em seus respectivos conceitos e natureza jurídica, bem como na própria legislação em vigor.

Como já se verificou no decorrer do trabalho, encontra-se na doutrina e nas regras da CVM diversos pontos favoráveis à oferta de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas, por meio de emissão privada e por emissão pública com esforços restritos.

Segunda a doutrina, há um percurso a ser percorrido por estas sociedades a fim de se adequarem às exigências atribuídas esperadas das companhias abertas no que se refere a transparência e profissionalismo. A gestão das limitadas e cooperativas precisa ser bastante profissional para atender aos altos níveis de desempenho esperados, principalmente, pelos investidores profissionais.

Em caso de aprovação do Projeto de Lei nº 3324/2020, a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas seria regida pelo Código Civil, pela LSA e pelas normas específicas da CVM.

Em caso de emissão privada, como proposto por Amaral, J.R.G. D, tendo como base os bons exemplos do direito francês e italiano, as sociedades limitadas deveriam adaptar-se do seguinte modo: I. previsão no contrato sobre a regência supletiva pela LSA; II. Instituição de conselho fiscal, nos termos do artigo 1.066 do Código Civil; III. opção pelo regime de assembleia para deliberações sociais; e IV. levar seus atos à

publicação, no modelo do diário oficial da união ou do estado; bem como em jornal de grande circulação na localidade da sociedade, nos termos do artigo 1.152, § 1º do Código Civil⁵⁷.

Como vemos, são algumas adaptações necessárias que possuem finalidade de demonstrar que a sociedade possui controles efetivos, decisões colegiadas e determinadas pela maioria e transparência.

Se tratar de oferta pública com esforços restritos o grau de exigência aumenta significativamente, pois além de seguir com todos os requisitos exigidos pela Instrução CVM 476, principalmente no sentido de despertar o interesse de investidores profissionais. A sociedade limitada deverá preparar demonstrações financeiras de encerramento do exercício e se necessário demonstrações consolidadas, nos termos da LSA e conforme preconiza a CVM⁵⁸.

As referidas demonstrações financeiras precisarão ser auditadas por empresa de auditoria independente, e tal auditor deverá ser registrado na CVM. Segundo Bialoskorski Neto, as auditorias independentes “propiciam maior segurança aos investidores e garante uma melhor governança corporativa”⁵⁹.

Em relação às demonstrações financeiras, a CVM se posicionou na Audiência Pública que discutiu a criação da Instrução CVM 476, alguns dos presentes pretendiam exigir das sociedades emissoras de valores mobiliários com esforços restritos com periodicidade trimestral, com a justificativa que somente isso permitiria acompanhar a real situação financeira o emissor. Porém, a CVM declarou que a intenção da nova instrução era justamente facilitar o acesso e diminuir os custos de

⁵⁷ Amaral, J.R.G. D. **Regime Jurídico das Debêntures**. São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2016. 9788584935468. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935468/>. Acesso em: 28 Jun 2021.

⁵⁸ Idem.

⁵⁹ BIALOSKORSKI NETO, S. Agribusiness cooperativo: economia, doutrina e estratégias de gestão. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba. 1994.

emissão e que então seria necessário somente a emissão de demonstrações financeiras anuais, de fechamento do exercício⁶⁰.

Ainda, em relação à transparência financeira, as sociedades deveriam divulgar tais informações em até três meses do encerramento do exercício, com notas explicativas e parecer da auditoria independente, em sua página da internet, conforme previsto no art. 17, III, da mesma Instrução CVM 476, assim como manter as informações disponíveis por 3 anos.

Por fim, as sociedades se sujeitariam a outras obrigações também atribuíveis a outros tipos societários participantes do mercado de capitais, que realizam oferta pública como dever de sigilo e restrições à negociação de debêntures da própria sociedade, e por óbvio atender às solicitações da CVM no que diz respeito a solicitação de informações⁶¹.

As alterações societárias parecem ser mais simples do que as de natureza regulatória, mas que são inerentes a toda e qualquer sociedade que tenha interesse em fazer oferta pública de debêntures. Nesse sentido, as exigências realizadas às sociedades anônimas precisam ser equivalentes às das limitadas sob pena de favorecimento de uma em prejuízo da outra.

Os mesmos requisitos acima deverão ser observados pelas cooperativas, a diferença talvez apareça no que concerne às adequações societárias necessárias às cooperativas, talvez por já possuir algumas características similares às sociedades anônimas em sua estrutura social, como os órgãos sociais e aprovações via assembleia. Porém em relação ao atendimento regulatório o nível de criticidade será possivelmente será o mesmo, com exceto à auditoria nas demonstrações financeiras, o que já é previsto no Manual das Cooperativas aprovado pelo DREI.

⁶⁰ Ata de audiência Pública nº 05/2008. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0508-relatorio.pdf. Acesso em 26 jun 2021.

⁶¹ Amaral, J.R.G. D. **Regime Jurídico das Debêntures**. São Paulo: Grupo Almedina (Portugal), 2016. 9788584935468. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935468/>. Acesso em: 28 Jun 2021.

8 CONCLUSÃO

O Brasil desempenha um grande e importante papel dentro da economia mundial. Para manter-se competitivo nessa escala onde a concorrência e o avanço tecnológico aproximaram ainda mais as pessoas e os negócios, o país precisa adotar uma legislação moderna que seja capaz de mantê-lo como adversário à altura de seus concorrentes.

O Projeto de Lei nº 3324/2020 apresenta uma sólida possibilidade de aumento das opções de desenvolvimento do país mediante a autorização expressa para emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. Já restou demonstrado, no todo exposto, o quando esses tipos societários são importantes e relevantes para país.

Já se mostrou também que frente a outras economias do mundo como Estados Unidos, Inglaterra, Bélgica, França e Itália, estamos atrasos quando a modernização da legislação para que o maior número de sociedades existentes no país possa ingressar no mercado de capitais, cujo volume de negociações vem crescendo exponencialmente a cada ano no país.

Em uma era de *startups*, *venture capital* e *crowdfunding*, o Brasil precisa incentivar o empresário e o cooperado a participarem de novas modalidades de negócios. A participação em negócios disruptivos exige capital, investimento. O acesso a capital de terceiro nas vias tradicionais até existe, mas é de curto prazo e custoso, são necessárias alternativas.

A doutrina discute a natureza jurídica dessas sociedades, dotados de formalismo que parece não caber mais no mundo veloz e volátil da atualidade. A legislação do país até tenta consolidar essa tendência, como a lei de liberdade econômica, que visa desburocratizar a máquina pública para facilitar a atividade econômica.

De acordo com o mestre Modesto Carvalhosa: “[...] a sociedade limitada já nasceu com esse caráter híbrido, mesclando características tanto de um quanto de outro grupo, ou seja, de sociedade de pessoas e de sociedades de capitais”⁶².

A discussão doutrinária perdura por anos e reflete no regulador que, por sua vez, também busca segurança. Cabe ressaltar que a discussão é e sempre será válida, mas quando há exemplos concretos de que a mudança é necessária para que subsistência e atratividade do país, é necessário um pouco mais de prática.

No final para que se acabe com as posições contrárias intermináveis, talvez seja importante que um projeto de lei seja aprovado de fato para prever expressamente o que o mercado tanto anseia. Assim, o projeto de lei em discussão visa formalizar uma demanda do mercado.

Sabemos que atualmente há sociedades cooperativas e limitadas tão ou mais estruturadas que as sociedades regidas pela Lei 6.404/76. Há no país diversas sociedades, inclusive multinacionais, que adotam rigorosos padrões de governança, bem como seguem as normas contábeis internacionais, e que estão formalizadas sob o regime das limitadas, outras em forma de cooperativa.

Essas sociedades possuem total capacidade de se adequarem às normas das companhias fechadas, no que tange a forma de apresentação das demonstrações financeiras. Muitas delas já são revisadas por auditor independente e possuem um nível de controle interno altíssimo, inclusive com regras de *compliance*.

Com relação que apresentam essas características, parece que o projeto de lei faz todo sentido. Contudo, não podemos esquecer que o projeto de lei busca também as médias e pequenas empresas, para que estas também possam se desenvolver.

Entretanto, com a busca de estar o mais próximo da realidade, mesmo com a talvez boa intenção do legislador, ainda não foi possível enxergar como fácil e provável

⁶² CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195), volume 13. 2 ed. – São Paulo: Saraiva, 2005. p. 36.

o acesso do pequeno e médio cooperado ou do empresário ao mercado de debêntures como proposto no projeto de lei.

O custo de coordenação, de transação e de publicidade exigido pela lei ainda é bastante alto e seleciona ainda aquelas sociedades mais preparadas, em detrimento das menores que tendem a sofrer imediatos impactos de uma crise econômica como a trazida pela pandemia do Covid-19.

Porém, é preciso um início, a roda econômica gira, as sociedades maiores precisam da força de trabalho das menores, que eventualmente crescem e se desenvolvem a partir de uma boa administração, que futuro poderá ajudar a levantar outros negócios.

Entendo que a aprovação do projeto de lei pode ser benéfica para as sociedades já estruturadas, capazes de adentrarem o mercado de capitais com pleno atendimento aos requisitos do projeto de lei e da legislação regulatório em vigor, estimulando novos investimentos com custo mais vantajoso, favorecendo o desenvolvimento econômico do país de uma forma geral.

Por fim, entendo que o Projeto de Lei nº 3324/2020 é o que merece ser aprovado, por ser mais completo se comparado ao Projeto de Lei nº 6322/2013 que voltou para a Comissão Constituição e Justiça e De Cidadania neste ano de 2021, porque não se restringe às limitadas, inclui as tão relevantes cooperativas e apresenta maior detalhamento sobre as regras a serem aplicadas com essa nova disciplina.

REFERÊNCIAS

AMARAL, J.R.G.D. Regime Jurídico das Debêntures. São Paulo, Grupo Almedina (Portugal), 2016. 9788584935468. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935468/>. Acesso em: 26 Jun 2021.

ASCARELLI, Tullio. Corso de Diritto Commerciale – Introduzione e Teoria dell'Impresa. 3. ed. Milão: Giuffrè, 1962. Capítulo 1o traduzido pelo Prof. Fábio Konder Comparato. Revista de Direito Mercantil, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 103, 1996.

BASTIANI, I. C. R. Risco e taxa de retorno: agroindústria cooperativa versus pequena propriedade rural. São Paulo: EAESP/FGV, 1991.

BIALOSKORSKI NETO, S. Agribusiness cooperativo: economia, doutrina e estratégias de gestão. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada). Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz, Piracicaba. 1994.

BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Direito societário. 10. ed. rev., aum. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Das debêntures. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

CAMPINHO, S. Curso de direito comercial - sociedade anônima. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 9788553618828. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553618828/>. Acesso em: 29 Jun 2021.

CARVALHO, Bruna Santos de. Projeto de monografia do Insper, no curso de L.L.M. Direito Societário - Turma 24, sob a orientação de Gabriel Saad Kik Buschinelli, apresentado em 11 de dezembro de 2020.

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

CARVALHOSA, Modesto. Comentário à lei das sociedades anônimas. 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v.1.

CRACOGNA, D. Adequação da legislação cooperativista: experiência internacional. XI Congresso Brasileiro de Cooperativismo. Brasília, novembro de 1997.

DORNELAS, S. Dois pesos e uma medida: nascido sob a égide da solidariedade, o cooperativismo enfrenta hoje o desafio de conciliar seus princípios com a competitividade. Agroanalysis, Rio de Janeiro, v. 18, n.º 12, p. 28-29, dezembro, 1998.

EIZIRIK, Nelson. A lei das S/A comentada Art. 1º a 79. São Paulo: Quartier latin, 2015.

FRANCO, Vera Helena de Mello. Direito Empresarial I: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades. 3a ed. São Paulo: RT, 2009.

GODKE VEIGA, Marcelo; e MCCAHERY, Joseph. A. The Financing of Small and Medium-Sized Enterprises: An Analysis of the Financing Gap in Brazil. In: European Business Organization Law Review. Vol. 20 de novembro de 2019.

RODRIGUES, R. Novos rumos do cooperativismo. XI Congresso Brasileiro De Cooperativismo. Brasília, p. 90-96, novembro de 1997.

ULHOA, C. F. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. São Paulo: Grupo GEN, 2021. 9786559640683. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640683/>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

NEGRÃO, Ricardo. Curso de direito comercial. 24. ed. Atual. São Paulo: Saraiva, 2000. v.1

BATALHA, Wilson de Souza Campos. Sociedade Anônima e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro; Forense, 1973.

Bulgarelli, Waldirio. As sociedades cooperativas e sua disciplina jurídica, 2. ed. ed. Renovar. Rio de Janeiro: 2000.

CORDEIRO, Antônio Menezes. Manual das Sociedades. Coimbra: Almedina, 2007.

NETO, Alfredo de Assis Gonçalves. Manual das companhias ou sociedades anônimas. Editora Revista dos Tribunais, 2010.

VÉRAS NETO, Francisco Quintanilha. Cooperativismo: nova abordagem sociojurídica. Curitiba, Juruá, 2003.