

EMISSÃO DE DEBÊNTURES

Revista dos Tribunais | vol. 721 | p. 52 - 61 | Nov / 1995
DTR\1995\498

Nelson Eizirik

Advogado no Rio de Janeiro

Área do Direito: Comercial/Empresarial

Sumário:

1.Introdução - 2.Finalidade econômica e natureza jurídica da debênture - 3.Emissão e subscrição de debêntures - 4.Competência para deliberar a emissão de debêntures - 5.Autonomia plena da companhia para emitir debêntures - 6.Subscrição à vista ou parcelada - 7.Registro na CVM da emissão pública de debêntures - 8.Poder vinculado da CVM para aprovar o registro - 9.Caracterização legal da emissão pública de debêntures - 10.Taxa de registro da emissão pública de debêntures

1. Introdução

As debêntures, embora constituindo títulos há muito regulados entre nós (desde 1893, mediante o Decreto n. 177-A) passaram a ser, a partir da promulgação da Lei 6.404/76 - Lei das S.A., utilizados cada vez mais intensamente pelas companhias, no processo de sua capitalização.

Atualmente, são as debêntures os valores mobiliários de maior uso por parte das companhias abertas, no processo de captação de recursos do público investidor.

Tal se deve, em grande medida, ao adequado tratamento que foi conferido à sua regulação, contido na Lei das S.A. e em alguns dispositivos da Lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e disciplinou o mercado de capitais.

Trataremos, no presente artigo, de examinar o tratamento legal da emissão de debêntures, com ênfase especial nos seguintes tópicos: competência dos órgãos de administração da companhia para emitir debêntures; distinção entre emissão e subscrição de debêntures; diferenças entre emissão pública e privada de debêntures; papel das instituições financeiras na emissão pública de debêntures; funções da Comissão de Valores Mobiliários na emissão pública de debêntures; negociação de debêntures no mercado secundário.

2. Finalidade econômica e natureza jurídica da debênture

Nos termos do art. 52 da Lei das S.A., a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado.

Conforme a redação expressa da Lei, a debênture constitui um título que confere ao seu titular um direito de crédito contra a companhia emissora, cujas condições devem ser objeto de precisa estipulação na escritura de emissão e no certificado.

A finalidade econômica da debênture é a de permitir à empresa emissora a captação de recursos; ou seja, trata-se de instrumento que possibilita o financiamento da companhia, mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais, conforme a Exposição de Motivos 196, de 24.6.76, do Ministério da Fazenda, ao então Anteprojeto de Lei das sociedades anônimas.

Da função econômica da debênture, que é a de servir como instrumento de financiamento da companhia emissora, decorre a sua caracterização, praticamente consensual na doutrina, como um contrato de mútuo mercantil.¹ Trata-se, na realidade, de um mútuo de natureza especial, uma vez que a quantia mutuada é dividida em frações, correspondentes ao número de debêntures subscritas.² Cada debênture constitui um documento de legitimação, mediante o qual o debenturista pode exercer seu direito de crédito frente à companhia emissora.

3. Emissão e subscrição de debêntures

Distingue-se, no negócio jurídico da debênture, duas fases: a da emissão, propriamente dita, na qual produz-se uma manifestação de vontade da companhia, necessariamente formada de acordo com as normas legais e estatutárias, cujo momento essencial é o da deliberação da Assembléia Geral que autoriza a emissão e estabelece as suas características; e a da subscrição, na qual os tomadores do título manifestam sua aceitação à oferta da companhia emissora, pagando o preço e tornando-se, a partir daquele momento, credores da companhia.³

A emissão das debêntures constitui a sua criação e oferta aos interessados. A palavra emissão (do latim "emissione") significa o ato de produzir e mandar para fora, designando, portanto, a emissão de debêntures, o ato da companhia de criá-las e colocá-las à venda.

Já a subscrição das debêntures designa o ato mediante o qual os tomadores dos títulos, isto é, os destinatários da oferta, manifestam a sua aceitação, assinando o boletim de subscrição e tornando-se, a partir daquele momento, debenturistas.

A Lei das S.A. distingue os dois momentos, apartando a emissão das debêntures, enquanto manifestação de vontade da companhia (arts. 53, 59 e 60) da subscrição (art. 58, § 1.º), enquanto manifestação, por parte dos tomadores, da aceitação da oferta da companhia.

Tal distinção não ocorre, porém, no sistema da Lei 6.385/76, que disciplina o mercado de valores mobiliários. As debêntures, nos termos expressos do art. 2.º, § 1.º da Lei 6.385/76, constituem valores mobiliários, submetendo-se as companhias abertas que procedem à sua distribuição no mercado à fiscalização exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme analisaremos em seguida.

A referida Lei 6.385/76, repetindo as imprecisões terminológicas da Lei 4.728/65, as quais foram alvo de severas críticas doutrinárias;⁴ utiliza, em seu art. 19 (tanto no "caput" como nos seus parágrafos) as expressões emissão, distribuição e colocação para designar o mesmo ato de oferta pública de valores mobiliários aos investidores do mercado. O "caput" do art. 19 chega a dizer que nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão, como se fosse possível a existência de uma emissão pública não distribuída no mercado, ou seja, uma emissão pública distribuída privadamente.

Tal expressão emissão pública, embora evidentemente imprópria, conforme as críticas da doutrina, acabou consagrada pelo uso, sendo de larga utilização na regulamentação administrativa da CVM.⁵

4. Competência para deliberar a emissão de debêntures

A competência para deliberar a emissão das debêntures é privativa da Assembléia Geral, nos termos expressos do art. 59 da Lei das S.A. Porém, tratando-se de Cia. Aberta, a Assembléia Geral pode delegar ao Conselho de Administração a deliberação sobre: a época e as condições de vencimento, amortização e resgate; a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, caso existente; o modo de subscrição ou colocação - se pública ou privada; e o tipo das debêntures (art. 59, números VI a VIII e § 1.º).

Pode ainda a Assembléia Geral delegar ao Conselho de Administração a deliberação sobre a oportunidade da emissão, conforme o § 1.º do art. 59. No caso, a Assembléia aprova a emissão, em tese, fixando as características básicas das debêntures, que estão elencadas nos números I a V do art. 59 da Lei. Cabe ao Conselho decidir qual o momento mais adequado para proceder à efetiva emissão e colocação das debêntures, tendo em vista as condições do mercado.

A delegação ao Conselho de Administração, na Cia. aberta, da deliberação sobre o momento mais oportuno para proceder à efetiva criação e colocação dos papéis constitui praxe bastante comum, flexibilizando o processo decisório e permitindo à companhia escolher, com maior rapidez, qual o "timing" mais adequado para o sucesso da operação.

A possibilidade de delegação ao Conselho de Administração das deliberações acima referidas somente existe no caso de companhias abertas, sendo nula tal delegação na companhia fechada. Tratando-se de companhia aberta, a delegação é possível tanto no caso da colocação pública, realizada no mercado de capitais, como no caso da colocação privada, posto que genericamente autorizada, nos termos do § 1.º do art. 59.

5. Autonomia plena da companhia para emitir debêntures

Ao longo de sua existência, a companhia pode realizar o número de emissões de debêntures que considerar conveniente. Trata-se de decisão "interna corporis", relativa ao grau de endividamento considerado adequado pelos acionistas e administradores. A companhia não pode, porém, emitir debêntures em valor total superior ao seu capital social (art. 60, *caput*). Tal limite pode ser excedido até alcançar: 80% do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros, tratando-se de debêntures com garantia real; 70% do valor contábil do ativo da companhia, diminuído de suas dívidas garantidas por direitos reais, tratando-se de debêntures com garantia flutuante (art. 60, § 1.º). Observados tais limites, deve ser enfatizado que inexistente qualquer possibilidade de controle, por parte da CVM ou do Poder Judiciário, sobre a quantidade de emissões de debêntures e sobre a oportunidade de seu lançamento. Não pode a CVM, mesmo no caso do lançamento público das debêntures, proceder a qualquer exame sobre o mérito do empreendimento econômico que a companhia deseja desenvolver com os recursos captados com a emissão dos títulos.

Assim, a companhia tem liberdade para proceder às emissões de debêntures que considerar convenientes. Não pode porém a companhia efetuar nova emissão antes de colocadas todas as debêntures de séries anteriormente emitidas, ou antes de canceladas as séries não colocadas (§ 3.º do art. 59).

6. Subscrição à vista ou parcelada

A subscrição pode ser realizada à vista ou parceladamente. No passado, entendia-se que o pagamento das debêntures deveria ocorrer obrigatoriamente à vista. Tal concepção decorria basicamente do fato de serem as debêntures títulos ao portador.⁶ Nesse sentido, o Decreto n. 177-A, de 1893, estabelecia, em seu art. 1.º, que "as companhias ou sociedades anônimas poderão emitir empréstimos ou obrigações ao portador (debêntures)... Vedada a emissão de títulos ao portador, com o advento da Lei 8.021/90, ficando juridicamente impossível a emissão de debêntures ao portador, não há, em princípio, impedimento à colocação de debêntures nominativas ou escriturais com pagamento parcelado. Deve a companhia, porém, por razões de cautela, promover a transferência gradual da propriedade das debêntures, condicionando-a ao efetivo pagamento das parcelas por parte do adquirente.

Na prática, verifica-se que a CVM tem aceito, em emissões de debêntures divididas em séries, que o pagamento seja feito parceladamente. Assim, por exemplo, podem ser emitidas debêntures das séries A, B e C, integralizadas as da série A à vista, no ato da subscrição, e as demais em datas futuras, fixadas na escritura de emissão. Em emissões de debêntures destinadas ao financiamento de empreendimentos imobiliários (construção de "shopping centers", hotéis, hospitais etc.) tem sido utilizado o expediente, plenamente lícito, de emitir-se várias séries de debêntures, cuja subscrição ocorre de forma vinculada ao cumprimento do cronograma de execução das obras.

7. Registro na CVM da emissão pública de debêntures

As debêntures, conforme a disposição do art. 2.º, I, da Lei 6.385/76, constituem valores mobiliários. Em nosso sistema legal, seguindo a orientação do direito societário francês,⁷ a expressão valores mobiliários apresenta uma feição mais estreita do que aquela de "securities" do direito norte-americano designando, conforme a Lei 6.385/76 e a regulamentação do mercado de capitais, os títulos emitidos por sociedades anônimas, ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição e negociação em massa, seja em Bolsa de Valores, seja no Mercado de Balcão.

Nos termos do art. 19 da Lei 6.385/76, que disciplina o mercado de capitais, toda e qualquer emissão pública de valores mobiliários deve ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários, previamente à sua distribuição no mercado.⁸ Assim, a companhia, para proceder à emissão pública de debêntures, que constituem valores mobiliários para os efeitos da Lei 6.385/76, deve registrar a referida emissão na CVM.

Nos termos expressos do art. 4.º, parágrafo único da Lei das S.A., somente os valores mobiliários das companhias registradas na CVM, ou seja, das companhias abertas, podem ser objeto de distribuição no mercado e de negociação em Bolsa de Valores e no Mercado de Balcão.

O registro da emissão pública de debêntures objetiva basicamente proteger os tomadores dos valores mobiliários, impondo à companhia a obrigação de prestar as informações previstas na lei e

na regulamentação administrativa da CVM.

Nos termos da Lei 6.385/76(art. 19, §§ 6.º e 7.º, e art. 20), cabe à CVM subordinar o registro de emissão de valores mobiliários à divulgação das informações necessárias à proteção dos investidores. Ou seja, considera-se, em nosso sistema legal, que a transparência de informações (o "disclosure" do direito norte-americano) constitui a melhor forma de se prevenir abusos e fraudes que poderiam ser cometidas contra os investidores.

O "disclosure", com efeito, permite aos investidores do mercado, a partir da análise das informações, exercer um verdadeiro controle de qualidade com relação às companhias abertas e aos valores mobiliários de sua emissão; ademais, a disponibilidade das informações relevantes sobre os negócios das companhias coloca os investidores em posição de relativo equilíbrio frente aos acionistas controladores e administradores da companhia.⁹

8. Poder vinculado da CVM para aprovar o registro

No Direito Comparado, assim como em nosso sistema legal, a atuação da entidade fiscalizadora do mercado de capitais concentra-se na promoção do processo de "disclosure"; assim, não se comete ao Estado o poder de aprovar ou recusar o registro de uma emissão pública de ações ou debêntures por razões de conveniência, oportunidade ou mérito do empreendimento econômico. O princípio básico da política de "disclosure" é de que o exame do mérito do empreendimento cabe unicamente aos investidores; uma vez convenientemente informados, podem decidir conscientemente se desejam ou não adquirir os valores mobiliários publicamente ofertados pela companhia.

O princípio do "disclosure", como instrumento de proteção aos consumidores de produtos distribuídos em massa, como são os títulos vendidos no mercado de capitais, foi originalmente desenvolvido nos Estados Unidos. Já em 1914, o então Ministro da Suprema Corte daquele país, Louis D. Brandeis, pregava, para o mercado de capitais, uma regulamentação inspirada no "Pure Food Law", nos termos da qual os fabricantes de alimentos ficavam obrigados a divulgar os ingredientes utilizados em seus produtos, possibilitando ao consumidor avaliar a sua qualidade. A legislação federal sobre títulos norte-americana, baixada inicialmente em 1933 e 1934, com a edição do "Securities Act" e do "Securities and Exchange Act", incorporou o princípio do "disclosure" para as emissões de "securities" em âmbito interestadual, obrigando o emissor dos títulos a divulgar todas as informações relevantes, que permitissem aos investidores aquilatar o mérito do empreendimento. Tal legislação jamais conferiu à "Securities and Exchange Commission" (entidade fiscalizadora do mercado, na qual inspirou-se o legislador brasileiro para criar a Comissão de Valores Mobiliários) o poder de examinar a qualidade dos títulos ofertados publicamente aos investidores. Conforme referido, ainda que não pudesse a legislação sobre títulos retirar do cidadão o seu "inalienable right to make a fool of himself" (ou seja, seu direito inalienável de fazer bobagens), deveria ela, por outro lado, voltar-se para "preventing others from making a fool of him" (isto é, evitar que o fizessem de bobo).¹⁰

Entre nós, da mesma forma, não compete à CVM realizar qualquer exame sobre a qualidade dos títulos ofertados, sobre a empresa emissora, ou mesmo sobre a conveniência da emissão pública. A única hipótese de exame de mérito da emissão por parte da CVM é aquela prevista no art. 82 da Lei das S.A., relativo à constituição da companhia mediante subscrição pública de ações, de raríssima ocorrência na prática.

Assim, por ocasião da emissão pública de debêntures, a CVM não pode entrar no exame do mérito dos títulos, nem da qualidade da companhia, nem da conveniência da colocação pública.

A CVM pode indeferir o pedido de registro da emissão pública apenas nas seguintes hipóteses: 1. caso a companhia não apresente as informações consideradas necessárias à correta avaliação, por parte dos investidores, sobre o mérito do empreendimento, as quais estão minuciosamente descritas nas normas administrativas baixadas pela CVM, ou caso a companhia apresente tais informações de maneira incompleta ou insatisfatória (Instrução CVM n. 13/80, Anexo I); 2. caso o estatuto social da companhia contenha dispositivos ilegais, ou os atos societários que precederam a emissão sejam irregulares ou viciados. Em tais hipóteses, o deferimento do pedido do registro é condicionado ao atendimento das exigências formuladas pela CVM, inclusive quanto às necessárias alterações no Estatuto Social da companhia para adaptá-lo à lei (Instrução CVM n. 13/80, art. 13, b).

O ato da CVM de aprovar ou desaprovar o pedido de emissão pública de debêntures (ou de ações) é necessariamente vinculado, uma vez que a Lei e a regulamentação administrativa estabelecem os requisitos e as condições para a sua prática. Não há no caso poder discricionário da CVM; não pode esta autarquia indeferir o pedido de registro da emissão por razões de conveniência ou de oportunidade. O eventual indeferimento do pedido do registro de emissão deve necessariamente ser fundamentado, podendo ocorrer apenas nas hipóteses em que as informações prestadas pela companhia sejam incompletas, omissas ou falsas, ou ainda caso se verifiquem irregularidades nos atos societários ou no estatuto da companhia. Se a CVM nega o registro de emissão alegando que o momento não é o mais adequado, ou que o empreendimento econômico que a empresa deseja financiar é inviável, caracteriza-se o abuso de autoridade, ficando comprometida a eficácia de seu ato e cabendo ao Poder Judiciário decretar a sua nulidade.

9. Caracterização legal da emissão pública de debêntures

A diferenciação entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários não foi fixada de maneira sistemática e precisa em nossa legislação.

Na realidade, a Lei 6.385/76, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que se caracteriza esta última, repetindo, aliás, as confusões terminológicas existentes na vigência do § 2.º do art. 16 da Lei 4.728/65, que regulava a matéria até o advento da Lei 6.385/76.¹¹

Nos termos do § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76, caracterizam a emissão pública de valores mobiliários: 1. a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; 2. a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; 3. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

A caracterização de uma emissão como pública ou privada, conforme a doutrina, deve levar em consideração três elementos básicos: 1. o ofertante; 2. os destinatários da oferta; 3. os meios utilizados pelo ofertante para a colocação dos títulos.¹²

Com relação aos meios utilizados pelo emissor, verifica-se que foram eles elencados no § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76. Assim, caracterizam a emissão pública: 1. a utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, prospectos e outros documentos de publicidade, bem como anúncios destinados ao público, por intermédio da imprensa; 2. a procura dos subscritores realizada por empregados do emissor ou por agentes ou corretores contratados pelo emissor; 3. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, desde que precedida da utilização, pelo ofertante, de serviços públicos de comunicação.

Os meios utilizados pela emissora para a colocação dos papéis, que caracterizam a emissão como pública, estão elencados exemplificativamente no § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76. Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não estejam individualizados os ofertados, podem também ser considerados como caracterizadores da emissão pública.

O ofertante é, em regra, a companhia emissora dos títulos. Também são considerados ofertantes as pessoas físicas (como os agentes autônomos de investimentos) ou jurídicas (como as instituições financeiras aptas a atuarem como "underwriters") contratadas pela emissora para venderem os valores mobiliários ao público.

Equiparam-se à companhia emissora, nos termos do § 2.º do art. 19 da Lei 6.385/76:

1. o acionista controlador da companhia, ou pessoa por ele controlada;
2. o co-obrigado nos títulos;
3. as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários;
4. qualquer pessoa que tenha subscrito os valores mobiliários para o fim de colocá-los no mercado.

Já os destinatários da oferta constituem o elemento decisivo para a caracterização da emissão como pública ou privada. Com efeito, para distinguir-se a emissão privada da pública, deve-se analisar a situação dos destinatários da oferta, tendo em vista quatro elementos essenciais: 1. o fato de serem eles, por ocasião do lançamento da oferta, pessoas indeterminadas; 2. o fato de inexistirem vínculos entre eles e a emissora; 3. a sua qualificação como investidores sofisticados ou não; 4. o acesso que têm às informações sobre a emissora, independentemente do registro na CVM.

Inicialmente, considera-se que um dos traços caracterizadores da oferta pública é o fato de ser ela dirigida a pessoas indeterminadas, ou seja, não individualizadas.¹³

Quando a oferta é realizada, há uma indeterminação dos destinatários, qualquer pessoa podendo aceitá-la; na emissão pública existe, por definição, oferta dirigida à generalidade dos indivíduos.

No caso da emissão pública, em segundo lugar, inexistem quaisquer vínculos entre a companhia emissora e os destinatários da oferta. Quando a subscrição dos valores mobiliários decorre do exercício do direito de preferência (subscrição de ações ou debêntures conversíveis em ações por acionistas da companhia) não se pode cogitar de emissão pública, dado o relacionamento já existente entre a emissora e os subscritores, sendo portanto desnecessário o registro na CVM.¹⁴

Além dos dois elementos acima mencionados, há que se perquirir sobre a qualificação dos ofertados. Considera-se que podem ser entendidas como privadas aquelas emissões que são colocadas apenas junto a investidores sofisticados, com elevado poder de barganha frente à emissora e plenamente capazes de assumirem conscientemente os riscos do empreendimento. Assim, vendas realizadas unicamente para um reduzido número de investidores institucionais ou instituições financeiras, altamente sofisticados, que podem até mesmo condicionar a subscrição dos títulos a eventuais modificações nas condições originalmente planejadas pela emissora, devem ser consideradas emissões privadas, ainda que nelas presentes os meios de colocação elencados no § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76.

Deve também ser considerada como privada, dispensado conseqüentemente o registro na CVM, a emissão na qual os destinatários têm acesso a informações do mesmo tipo que teriam caso a emissão fosse objeto de registro. Como o registro tem uma natureza basicamente instrumental, se os investidores estão de posse de informações que lhes permitem uma tomada de decisão consciente, não há porque obrigar-se a emissora a proceder ao registro na autoridade governamental, com custos desnecessários.¹⁵

10. Taxa de registro da emissão pública de debêntures

Nos termos do art. 1.º da Lei 7.940, de 20.12.89, foi instituída a Taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários. Dispõe o art. 2.º da mesma lei que constitui fato gerador da Taxa de Fiscalização o exercício do poder de polícia atribuído à CVM.

São considerados contribuintes da Taxa de Fiscalização as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição do mercado de valores mobiliários, as companhias abertas, os fundos e as sociedades de investimento, os administradores de carteiras e depósitos de valores mobiliários, os auditores independentes, os consultores e analistas de valores mobiliários e as sociedades beneficiárias de recursos fiscais obrigadas a registro na CVM (Lei 7.940, art. 3.º).

Trata-se, a taxa de fiscalização, de instrumento legítimo, visando dotar a CVM dos recursos necessários ao pleno desempenho de suas funções de regulação do mercado de valores mobiliários. Vale notar, a propósito, que, em princípio, a doutrina considera plenamente válida a cobrança de taxas pelo exercício, por parte da autoridade administrativa, do seu poder de polícia.¹⁶

A jurisprudência de nossos tribunais vem igualmente considerando válida a cobrança da taxa de fiscalização instituída pela Lei 7.940/89, uma vez que não estaria caracterizada qualquer violação ao art. 77 do CTN (LGL\1966\26) e ao art. 145, § 2.º, da CF (LGL\1988\3).¹⁷

II. CONSEQÜÊNCIAS DA FALTA DE REGISTRO NA CVM

Caracterizada determinada emissão de debêntures como pública, deve ser ela necessariamente registrada na CVM, ocasião em que serão prestadas e colocadas à disposição do público investidor todas as informações relevantes, na forma da regulamentação administrativa.

Se a emissão pública não for registrada, a CVM pode determinar a sua suspensão. Idêntica providência pode ser adotada pela CVM na hipótese em que, embora registrada a emissão, seja ela fraudulenta ou ilegal, ou ainda estejam a oferta, a promoção e os anúncios publicitários ocorrendo em condições diversas daquelas constantes do registro (Lei 6.385/76, art. 20).

Os efeitos da suspensão determinada pela CVM operam "ex tunc", ocasionando a ineficácia dos atos

de distribuição pública dos títulos, desde o seu início. Tratando-se de emissão pública sem o necessário registro na CVM entende-se que o ato da subscrição é nulo. A nulidade, no caso, decorre da preterição de formalidade essencial - o registro na CVM - à realização de uma oferta pública de títulos no mercado de capitais, com a captação da poupança popular.¹⁸

Caracterizada a emissão pública sem registro, a CVM pode determinar a instauração de inquérito administrativo para apurar a responsabilidade disciplinar das pessoas envolvidas, como os administradores e acionista controlador da companhia, instituições "underwriters", etc.

12. PARTICIPAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INSTITUIÇÃO FINANCEIRA "UNDERWRITER" NA EMISSÃO PÚBLICA

Nenhuma emissão pública de debêntures pode ser realizada sem a participação de uma instituição financeira atuando como "underwriter". Conforme as disposições dos arts. 82 e 176, § 5.º, da Lei das S.A. a emissão pública de valores mobiliários deve ser necessariamente realizada com a intermediação de instituição financeira.

Vale observar, a propósito, que, nos termos da regulamentação vigente, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central somente podem subscrever, adquirir ou intermediar debêntures destinadas à subscrição pública. Excepciona-se da regra a subscrição de debêntures conversíveis em ações decorrentes do exercício do direito de preferência.¹⁹

Estão habilitadas a atuar como "underwriters" as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos dos arts. 15 e 19, § 4.º, da Lei 6.385/76 e do art. 8.º da Instrução CVM n. 13/80, e que são: os bancos de investimentos; os bancos múltiplos com carteira de investimentos; as sociedades corretoras; e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

O contrato de "underwriting" pode ser firmado com uma ou com várias instituições financeiras. Na segunda hipótese caracteriza-se o consórcio de "underwriters", aplicando-se, conseqüentemente, as disposições constantes nos artigos 278 e 279 da Lei das S.A.²⁰

Há três modalidades de "underwriting", tendo em vista as obrigações assumidas pela instituição financeira: a) firme; b) com garantia de sobras; c) de melhor esforço.

No "underwriting" firme ("straight", ou "com garantia de subscrição total") a instituição financeira compromete-se a subscrever todos os valores mobiliários emitidos pela companhia para posteriormente vendê-los ao público. No caso, o "underwriter" assume o risco integral da colocação; com efeito, subscreve os títulos, paga à companhia o seu valor e depois passa a colocá-los no mercado.

No "underwriting" com garantia de sobras ("stand by" ou "residual") a instituição financeira assume a obrigação de subscrever as sobras, após a colocação dos títulos no mercado. No caso, o "underwriter" realiza um esforço de venda dos papéis, subscrevendo posteriormente aqueles que não foram adquiridos pelo público.

Já no "underwriting" de melhor esforço ("best effort") a instituição financeira não garante a subscrição dos títulos emitidos pela companhia. Com efeito, compromete-se apenas a realizar seus melhores esforços para vender os papéis junto ao público, não tendo a obrigação de adquiri-los no caso de insucesso da colocação. Trata-se, assim, o "underwriting" de melhor esforço, de um mero contrato de distribuição dos títulos, conforme referido doutrinariamente,²¹ agindo o "underwriter" não como garantidor, mas como mandatário da companhia emissora.²²

Nos dois primeiros casos - com garantia firme e com garantia residual - a obrigação do "underwriter" tipicamente é de resultado, na medida em que existe, para o credor da prestação (a companhia emissora) a certeza de que os títulos serão todos subscritos, ou pela instituição financeira ou pelo público. O "underwriter" está, assim, comprometido com o resultado da operação, ou seja, com a efetiva subscrição da totalidade da emissão. Já no "underwriting" de melhor esforço a obrigação do "underwriter" frente à companhia emissora é de meio, uma vez que não se compromete com o sucesso da operação, ou seja, com a efetiva subscrição de todos os títulos.²³

13. DISTRIBUIÇÃO SECUNDÁRIA DE DEBÊNTURES

Seguindo o exemplo da legislação federal sobre títulos norte-americanos,²⁴ a regulamentação administrativa da CVM disciplinou as chamadas distribuições secundárias de valores mobiliários.

Com efeito, conforme a Nota Explicativa CVM n. 88, de 3.11.88, a distribuição de valores mobiliários pode ser primária ou secundária. Na distribuição primária ocorre a criação de títulos novos (debêntures, ações, bônus de subscrição, etc.), destinando-se os recursos obtidos à companhia emissora. Já a distribuição secundária apresenta características diversas, uma vez que: a) não há destinação de recursos para a companhia, uma vez que os títulos foram objeto de emissão no passado; b) os valores mobiliários não estão em negociação no mercado, posto que trata-se de um bloco que permanece nas mãos de intermediários financeiros, do acionista controlador ou mesmo de investidores.

Como a recolocação no mercado de uma quantidade significativa de tais títulos, emitidos no passado, pode ocasionar uma alteração nas condições normais de preço, a CVM, nos termos da sua Instrução n. 88, de 3.11.88, exige o seu prévio registro, com a conseqüente prestação de informações que permitam aos investidores avaliar os riscos da transação.

A regulamentação exige o prévio registro na CVM de distribuição pública que envolva a venda, promessa de venda, oferta à venda ou aceitação do pedido de venda, dentre outros títulos, de debêntures emitidas por companhias fechadas, que estejam em tesouraria ou pertençam ao acionista controlador ou pessoas equiparadas e que venham a ser distribuídos ao público subseqüentemente ao processo de registro, na CVM, da companhia emissora.

É igualmente considerada distribuição secundária, sujeita portanto ao prévio registro na CVM, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou aceitação do pedido de venda de debêntures já emitidas por companhia aberta mediante subscrição particular, por quem quer que pretenda distribuí-las publicamente (Instrução CVM, n. 88/88, art. 2.º, II e III).

14. NEGOCIAÇÃO DAS DEBÊNTURES NO MERCADO

Constituindo valores mobiliários, as debêntures, uma vez registradas na CVM, podem ser objeto de livre e irrestrita negociação no mercado de capitais.²⁵

O mercado de debêntures, primário e secundário, é constituído predominantemente por investidores institucionais, notadamente pelos fundos fechados de previdência privada (os fundos de pensão); com efeito, não é muito expressivo o número de investidores individuais ativos nesse mercado.

Embora a Lei das S.A. mencione expressamente a possibilidade de serem as debêntures negociadas em Bolsa de Valores (art. 55, § 1.º; art. 60, § 3.º; art. 61, § 3.º; art. 67, parágrafo único):²⁶ na prática do mercado brasileiro não ocorrem transações de compra e venda de debêntures nas Bolsas. Com efeito, tais títulos são, entre nós, negociados no Mercado de Balcão, que constitui um mercado secundário de valores mobiliários, em que as transações são realizadas fora das Bolsas de Valores, mas intermediadas por instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição, nos termos do art. 21, § 4.º da Lei 6.385/76.

A negociação das debêntures no mercado ocorre basicamente no Sistema Nacional de Debêntures - SND. Trata-se de um sistema automatizado de negociação, custódia e liquidação financeira de debêntures, que funciona, em termos nacionais, através da rede de terminais de computadores da CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos e é administrado pela ANDIMA - Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto.

O Sistema de Distribuição de Títulos - SDT, também administrado pela ANDIMA, permite a colocação de debêntures no mercado primário, mediante o processamento eletrônico das operações.

Os referidos sistemas - SND e SDT - proporcionaram, a partir de sua implementação, ocorrida em 1988, maior segurança às negociações com debêntures, tanto no mercado primário como no mercado secundário. O SDT simplificou o processo de colocação primária de debêntures, permitindo a liquidação financeira das operações via reserva bancária das instituições financeiras participantes, sem a necessidade de assinatura de cheques e preenchimento de boletins de subscrição, os quais são emitidos automaticamente pelo próprio Sistema. No SND são negociadas as debêntures via computador, além de processados automaticamente todos os eventos relativos às debêntures registradas no Sistema (pagamento de juros, repactuação, resgate, etc.), sendo os recursos

creditados ou debitados diretamente na conta dos participantes.²⁷

Os sistemas SND e SDT são disciplinados mediante normas de auto-regulação, de conteúdo corporativo, contidas nos respectivos Regulamentos de Operações. Embora não exista tratamento legislativo a respeito do seu funcionamento, o SND foi oficialmente reconhecido pelas autoridades fiscais e monetárias, com a edição da Instrução Normativa n. 56, de 6.4.88, da Secretaria da Receita Federal, e da Resolução n. 1.883, de 26.6.91, do Conselho Monetário Nacional.

1. Carvalho de Mendonça. *Tratado de Direito Comercial*. Rio, Freitas Bastos, 1969, v. IV, p. 96; Waldemar Ferreira. *Tratado das Debêntures*. Rio, Freitas Bastos, 1944, v. I, p. 225; Antonio Brunetti. *Trattato del Diritto delle Società*. Turim, 1948, v. II, p. 432; Francesco Galgano. *La Società per Azioni, le Altre Società di Capitali, le Cooperative*. Bolonha, 1981, p. 197; Jean Guyénot, *Cours de Droit Commercial*. Paris, 1977, v. 2, p. 634.
2. Edmur de Andrade Nunes Pereira Neto. *Aspectos Jurídicos da Emissão de Debêntures Conversíveis em Ações*. Dissertação de Mestrado na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986, pp. 35 e ss.
3. Angulo Rodrigues. *La Financiación de Empresas Mediante Tipos Especiales de Obligaciones*. Bolonha, 1968, p. 14 e ss. Para Tulio Ascarelli, porém, a manifestação da empresa de emitir as debêntures constitui uma oferta ao público e a subscrição consiste na aceitação da oferta, momento em que se aperfeiçoa o negócio de emissão (*Problemi in Tema de Titoli Obbligazionari in Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 1951, parte I, p. 33.
4. Heitor Gomes de Paiva. "O Código Penal (LGL\1940\2) de 1969 e as figuras penais de Direito Comercial", *Revista Forense* n. 232, pp. 5 e ss.
5. Nelson Eizirik. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Rio, Ed. Renovar, 1992, pp. 13 e ss.
6. Waldemar Ferreira. Ob. cit., p. 194.
7. Veja-se, a propósito: Albert Rabut. *Le Droit de Bourses de Valeurs et des Agents de Change*. Paris, 1983, pp. 30 e ss.
8. A Resolução n. 1.777, do Conselho Monetário Nacional, de 19.12.90, dispõe, no mesmo sentido, em seu art. 1.º que a "emissão de debêntures para subscrição pública, prevista no art. 52 da Lei 6.404/76, dependerá de prévia anuência da Comissão de Valores Mobiliários".
9. Eddy Eymersch. *L'Information Societaire*, in Convegno Internazionale di Studi sull, Informazione Societaria, Fondazione Giorgio Cini, Venezia, 1981, pp. 14 e ss.
10. Louis Loss. *Securities Regulation*. Boston, Little Brown and Company, 1961, p. 128.
11. Sobre a matéria: Ariadna Bohomoletz Gaal. *Da Caracterização da Emissão Pública de Valores Mobiliários: uma análise comparativa*. Rio, 1982, Dissertação de Mestrado para o Departamento de Ciências Jurídicas da PUC-RJ.
12. Samuel F. Linares Bretón. *Operaciones de Bolsa*. Buenos Aires, Depalma, 1980, p. 53; Nelson Eizirik: *Aspectos Modernos do Direito Societário*, cit., p. 15; "Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários". *Revista de Direito Mercantil*, v. 83, p. 55.
13. Modesto Carvalhosa. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio, IBMEC, 1979, p. 23.
14. Parecer da Superintendência Jurídica da CVM n. 005/86; Nota Explicativa CVM n. 19/80.
15. Carl Schneider. "The Statutory Law of Private Placements". *The Review of Securities Regulation* v. 14, 1981.

16. Hely Lopes Meirelles. *Finanças Municipais*. S. Paulo, RT, 1979, p. 12.
17. Tribunal Federal da 5.^a Região, Apelação em Mandado de Segurança n. 5.585, julgada em 31.3.92; Tribunal Regional Federal da 5.^a Região, Apelação em Mandado de Segurança n. 2.367, julgada em 29.2.92; Tribunal Federal Regional da 5.^a Região, Apelação em Mandado de Segurança n. 2.893, julgada em 6.7.91.
18. Parecer n. 088/79, da Superintendência Jurídica da CVM.
19. Resolução n. 1.777, do Conselho Monetário Nacional, de 19.12.90, art. 3.º.
20. Nelson Eizirik. "Aspectos jurídicos do "underwriting"", *Revista de Direito Mercantil*, n. 66, p. 19.
21. Modesto Carvalhosa. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, S. Paulo, Saraiva, v. 5, p. 300.
22. George Ripert. *Traité Elementaire de Droit Commercial*. 7.^a ed., por Renè Roblob, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1973, v. II, p. 20.
23. Nelson Eizirik. "Aspectos Jurídicos do "underwriting", " cit.
24. Louis Loss. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston, Little Brown and Company, 1988, pp. 353 e ss.
25. Até o ano de 1990 era permitida a utilização de debêntures como lastro para a realização de operações compromissadas no mercado aberto ("open market"). A Circular n. 1.773, de 10.7.90, do Banco Central, vedou a realização de operações compromissadas tendo por objeto debêntures emitidas a partir daquela data.
26. A regulamentação administrativa da CVM admite, presentemente, nos termos da Instrução n. 193/92, a utilização de debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções, desde que sejam emitidas por empresas registradas em Bolsa e cujas ações apresentem elevado grau de liquidez no mercado à vista.
27. Até abril de 1993 haviam sido registradas no SND 155 emissões de debêntures, no valor total acumulado de cerca de 6,5 bilhões de dólares norte-americanos, o que significou um crescimento do mercado de debêntures de 3.000% de junho de 1988 a abril de 1993. (Cf. dados do *Caderno de Debêntures*, publicado pela ANDIMA).