

3

**A MODERNIZAÇÃO DO REGIME  
DAS DEBÊNTURES E A CRIAÇÃO  
DE UM MERCADO DE DÍVIDA DE  
LONGO PRAZO NO BRASIL**

OTAVIO YAZBEK

## 1. OBJETO E PLANO DO ARTIGO

O presente artigo tem por objeto a análise da reforma de alguns pontos do regime das debêntures, em especial na Lei n. 6.404, de 15.12.1976, que foi largamente modernizado pela Lei n. 12.431, de 24.06.2011. Tal análise se justifica por alguns motivos.

O primeiro e mais óbvio deles reside na importância – já há muito destacada – do desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida privada para um país como o Brasil. Pode-se afirmar que, na atualidade, existe uma ampla combinação de fatores militando por tal desenvolvimento. Deve-se levar em conta, neste sentido, o movimento de progressiva queda das taxas de juros, as relevantes necessidades de investimento de longo prazo e em infraestrutura, o correspondente reconhecimento das limitações dos instrumentos de que dispõe o BNDES e o reconhecimento da inadequação dos mecanismos típicos de financiamento bancário (a despeito dos esforços para o alongamento dos prazos dos empréstimos). Ademais, já existe no país um mercado acionário bem estruturado, que não atende às mesmas demandas que seriam atendidas por um mercado de títulos de dívida privada, mas que pode servir de ponto de partida para o desenvolvimento deste<sup>1</sup>. Em suma, (i) há necessidades a serem atendidas pelo advento de um mercado de dívida privada, (ii) as fontes de recursos existentes ou são inadequadas ou atendem a necessidades distintas e (iii) importantes empecilhos, aparentemente, estão tendo seu peso reduzido. A alteração de alguns dispositivos da lei acionária insere-se nesse quadro mais amplo, que não será explorado com muito maior detalhamento neste artigo, e deve ser compreendida à luz dele.

Outro motivo pelo qual o presente tema merece destaque decorre do fato de que o tema das debêntures é, não raro, tratado de maneira bastante sucinta na maior parte dos estudos sobre a Lei n. 6.404/76, sendo relativamente escassos os estudos monográficos sobre a matéria. E talvez haja diversos motivos para tal situação. À parte as questões de cunho

<sup>1</sup> Sobre a tendência, nas economias emergentes, a combinar um mercado acionário relativamente desenvolvido com um mercado de dívida incipiente, cf. GLEN, Jack; PINTO, Brian. *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose* – IFC Discussion Paper Number 22. Washington, D.C.: International Finance Corporation, 1994, p. 23.

societário que sempre surgem quando da discussão dos títulos de dívida, assim como as questões relacionadas à governança, é forçoso reconhecer que o tema encontra-se bastante próximo dos debates sobre mercado de capitais e os instrumentos nele negociados.

E as discussões sobre essa temática foram, durante muito tempo, esvaziadas pela pequena importância do mercado de capitais no país, nomeadamente em razão dos períodos de turbulência (sobretudo de alta inflação) pelos quais a economia brasileira passou. Com a estabilização da moeda e o reaparecimento do mercado brasileiro, renasceram, conseqüentemente, no campo jurídico, os estudos sobre o tema, mas esse movimento parece ainda não haver se refletido para os títulos de dívida privada – aparentemente, ante a ainda reduzida relevância do mercado de debêntures, a demanda por maiores formulações teóricas ainda tende a ser bem menor. Daí porque talvez se tenha criado um *corpus* doutrinário mais consistente para diversos outros pontos da lei acionária – aqueles que tratam de temas mais tipicamente societários e para os quais existe aquela demanda – do que para outros. Mas essa situação está, progressivamente, mudando.

A Lei n. 12.431/11 trata, dentre outras matérias, do regime geral das debêntures tendo em vista essa sua natureza de típicos instrumentos financeiros – instrumentos “de mercado” – e procurou responder a necessidades concretas identificadas por agentes de mercado. E é muito mais este o enfoque que o presente trabalho adotará para a interpretação da lei – a despeito da relativa utilidade de distinções desta ordem, o campo com o qual se está lidando, aqui, é mais o que se poderia chamar de “Direito do Mercado de Capitais” do que o “Direito Societário” propriamente dito.

O presente trabalho é dividido em quatro seções, além desta primeira, de cunho introdutório. A segunda seção trata dos empecilhos para o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, parcialmente enfrentados pela Lei n. 12.431/11. A terceira seção trata da gênese do referido diploma e das suas linhas gerais. A quarta, dividida em sete subseções, analisa cada uma das alterações trazidas para o regime legal daqueles títulos. A quinta seção trará algumas considerações finais.

## 2. OS EMPECILHOS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

Como acima referido, existe um consenso de que há, no momento, uma oportunidade para o desenvolvimento do mercado de debêntures no país: as necessidades de financiamento de mais longo prazo da economia brasileira são conhecidas; as limitações da atuação do BNDES (e mesmo as limitações de um modelo de financiamento de investimentos em infraestrutura baseado exclusivamente em uma instituição como o BNDES) vêm se tornando mais e mais evidentes; e os financiamentos bancários, por sua própria natureza e a despeito do surgimento de novos produtos que devem permitir o alongamento dos prazos (de que o mais recente exemplo é a Letra Financeira), não tendem a suprir tais necessidades<sup>2</sup>.

Mas se até hoje as debêntures não se tornaram um verdadeiro instrumento de mercado de capitais, sendo muito mais utilizadas *ad hoc*, no mais das vezes em operações privadas, pode ser que existam empecilhos de ordem mais estrutural à generalização do seu uso e ao pleno cumprimento dos fins a que elas se destinam. Daí porque qualquer iniciativa de estímulo ao mercado de dívida privada deve enfrentar, antes de qualquer outra coisa, esses problemas de fundo.

Uma primeira constatação, relevante quando se pensa nas causas mais remotas de tal situação, é que o problema do subdesenvolvimento dos mercados de dívida privada se encontra em praticamente todas as economias emergentes. Na maior parte dos casos, afinal, se está lidando com mercados que combinam diversos fatores comuns como: governos que tipicamente são emissores de relevantes volumes de títulos de dívida pública (títulos estes que, não raro, são o que atrai os investidores e que, com isso, excluem do mercado outros instrumentos, no chamado efeito *crowding out*); taxas de juros elevadas (o que aumenta a atratividade dos instrumentos de dívida

<sup>2</sup> Para uma distinção mais conceitual entre as características do financiamento bancário e aquele que se busca pela emissão de títulos de dívida, cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 88 e ss. Sobre os esforços, realizados desde meados da década de 1990, para permitir uma melhor administração dos riscos pelas instituições financeiras, redução de *spreads* e alongamento de prazos, cf. YAZBEK, Otávio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros - uma Análise Funcional. In: WEISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (coords.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

pública); regimes tributários inadequados ao desenvolvimento do mercado (senão por outros motivos, porque criados para atender a outras finalidades e resolver outros problemas); infraestruturas de mercado de capitais não apropriadas para tal desenvolvimento (uma vez que modeladas, quando muito, para lidar com o mercado acionário); reduzido peso dos investidores institucionais, que são quem usualmente demanda esse tipo de instrumento e que, não raro, são menos presentes nesses mercados que os investidores de varejo. A relevância do tema é tão grande que ele tem sido objeto de sucessivos esforços de análise e de recomendações por parte de organismos multilaterais, mais recentemente<sup>3</sup>.

Sem prejuízo de tais esforços, a superação dos problemas com que nos defrontamos deve partir do reconhecimento das especificidades do quadro econômico, do arcabouço jurídico e da nossa infraestrutura de mercado que tornam tão difícil tal desenvolvimento. E já se realizaram, no Brasil, alguns interessantes estudos nesse sentido. Alguns desses estudos, como se verá, oscilam de questões bastante específicas e de problemas tópicos a temas de natureza macroeconômica (envolvendo, então, estrutura de taxas de juros e indexação da economia brasileira) de maneira bastante livre. Se, combinando aspectos tão distintos entre si, as análises resultantes não se mostram sempre muito rigorosas, elas conseguem, pelo menos, demonstrar a complexidade dos desafios a serem enfrentados e conseguiram, também, consolidar um consenso que, hoje, é repartido por diversos setores e que se encontra por trás das iniciativas recentes de estímulo do mercado.

Em um desses trabalhos, datado de 2008, André Luiz Carvalho da Silva e Ricardo Pereira Câmara Leal trazem um importante apanhado do que uma amostra relevante de agentes econômicos identificava como maiores problemas do mercado doméstico de títulos de dívida<sup>4</sup>. Dentre os investidores institucionais consultados pelos referidos autores: uma ampla

3 Um bom exemplo desse tipo de esforço reside em INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (Emerging Market Committee in Collaboration with the World Bank Group). *Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets - Final Report*, Madrid: IOSCO, 2011. Para outras considerações, menos recentes, sobre o tema, cf. GLEN, Jack; PINTO, Brian. *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose - IFC Discussion Paper Number 22*, *op. e loc. cit.*, pp. 23 e ss.

4 *O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil*, Rio de Janeiro: ANDIMA/COPPEAD, 2008, pp. 58 e ss.

maioria (97%) apontou a baixa liquidez do mercado secundário como uma das causas para a reduzida demanda por dívida privada<sup>5</sup>; 74% dos agentes ouvidos indicaram também a baixa capitalização do mercado brasileiro; 68% citaram a ausência de uma estrutura a termo de títulos privados; 63% referiram a baixa eficiência dos meios jurídicos de proteção dos credores em caso de inadimplemento pelos emissores<sup>6</sup>; e metade dos entrevistados apontou as restrições legais ou regulatórias à alocação de ativos (uma vez que determinados tipos de investidores têm, em razão da sua natureza, restrições para a aquisição de determinados ativos ou para a concentração de suas carteiras em determinados ativos).

As companhias ouvidas na referida pesquisa (na sua maioria companhias emissoras de debêntures), por sua vez, falaram em custos de emissão, prazos de vencimento e necessidade de garantias, apontando ainda a reduzida velocidade de acesso aos recursos e as exigências de cunho informacional como problemáticos.

Talvez até em razão da natureza dos agentes consultados, os resultados de tal pesquisa deixam de lado, aparentemente, alguns outros determinantes de natureza mais geral e que integram também os diagnósticos mais comuns, dando mais atenção para questões técnicas.

Em outro trabalho, mais recente e também mais voltado para as questões de fundo, ao lado daquelas outras, de natureza mais técnica ou operações, Ernani Teixeira Torres Filho e Luiz Macahyba apontam que:

*“o principal determinante desse ‘atraso relativo’ da dívida corporativa tem sido a manutenção de elevadas taxas de juros, nominais e reais, por um período demasiadamente longo. Isso, por um lado, inibiu o lançamento de títulos por parte dos melhores emissores e, por outro,*

- 5 Talvez seja importante, aqui, melhor explicar o que significa essa observação, uma vez que ela pode parecer circular. E, de fato, é verdade que a escassa liquidez do mercado decorre da reduzida demanda por dívida privada. No entanto, e é comum que se aponte isso nas discussões sobre a matéria, a demanda é influenciada também pela liquidez do mercado – se não há um mercado líquido para um determinado ativo, os investidores tendem a evitar a sua aquisição, em razão da própria dificuldade para negociá-lo em caso de necessidade.
- 6 Este ponto, que ganhou certa popularidade nos últimos tempos, é apresentado, de forma mais elaborada, por ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago. *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005, p. 270.

*concentrou a demanda em papéis públicos que, ademais do retorno, conferem elevada liquidez e segurança*".

Os mesmos autores acrescentam, na sequência, que "*além desses condicionantes, houve ainda um conjunto de fatores regulatórios e tributários que limitaram bastante a maior atratividade das operações com títulos privados*", destacando que muitos desses entraves teriam sido removidos com um conjunto de medidas das quais a Lei n. 12.431/11 fazia parte. Ainda no mesmo trabalho são destacados os efeitos desse quadro, falando nas "*condições de liquidez e de indexação*" que, como verdadeiros problemas estruturais que são, afetam tanto a dívida pública quanto a privada, tornando inviável, no entanto, está última<sup>8</sup>.

Em outro estudo que procura destacar tanto o quadro mais amplo quanto questões tópicas, a Associação Nacional das Instituições dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA<sup>9</sup>, refere em um primeiro momento as elevadas taxas de juros no país, os riscos de crédito e de liquidez (ou seja, o risco de inadimplementos, maximizado pelas dificuldades para a cobrança das dívidas, e o risco decorrente da já referida inexistência de um mercado secundário ativo) e o já referido problema da excessiva indexação da economia brasileira, muito atrelada ao CDI e à Selic. Em outros pontos do mesmo estudo se fala em padrões culturais, assimetrias de informação, regras tributárias inadequadas, custos de captação elevados (que tornam mais vantajoso obter recursos no BNDES), a escassa padronização dos títulos (geradora de uma indesejável fragmentação), assim como em práticas de mercado que, ao mesmo tempo em que são fruto de alguns daqueles problemas, acabam por criar as condições para a sua perpetuação<sup>10</sup>.

7 O Elo Perdido. O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI/ Instituto Talento Brasil, 2012, pp. 1 e ss. As questões de fundo referidas por esses autores são bem descritas, ainda, em TEIXEIRA, Nilson. Mercado de Capitais Brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In LISBOA, Edmar Bacha; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

8 TORRES FILHO, Ernani Teixeira, e MACAHYBA, Luiz. O Elo Perdido. O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas, *op. cit.*, p. 72.

9 Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil. São Paulo: ANBIMA, 2011, pp. 4 e ss.

10 É o que ocorre, para dar um exemplo, com a adoção generalizada da chamada "garantia firme" para a colocação das emissões, usualmente demandada dos *underwriters* em razão

Correndo os riscos que uma simplificação dessa ordem sempre envolve, pode-se dizer que é possível organizar os empecilhos acima referidos em alguns grupos, conforme a sua natureza. Assim, há aqueles problemas mais amplos relacionados a variáveis que se poderia chamar de "macro", como as taxas de juros elevadas ou o atrelamento do mercado a índices inadequados, como o DI ou a taxa Selic (o problema, acima mais de uma vez referido, da indexação). Nesses casos, os desafios envolvem políticas públicas mais amplas, implementadas não apenas por meio de medidas regulatórias, mas não raro sendo demandada a coordenação entre o governo e mais de um setor da iniciativa privada para a superação dos problemas identificados.

Existem outros empecilhos, também de ordem mais difusa, como aqueles relacionados à inexistência de um mercado secundário (e, conseqüentemente, de mecanismos adequados de formação de preços), que estão relacionados às temáticas da infraestrutura de mercado e da sua eficiência e das práticas negociais usualmente adotadas<sup>11</sup>. Para lidar com esse tipo de problema pode até ser importante a adoção de medidas regulatórias específicas, mas ainda mais relevante é a coordenação entre agentes de mercado a fim de alinhar determinadas práticas e de criar as infraestruturas mais adequadas. É o caso, por exemplo, da criação de mecanismos que aumentem a transparência do processo de formação de preços em um mercado que, por sua natureza, é altamente descentralizado como o de títulos de dívida (com a instituição da obrigatoriedade, por exemplo, de registro das operações em sistemas capazes de gerar as informações adequadas para os demais agentes de mercado). Neste ponto, em suma, importam as iniciativas que envolvem a coordenação das práticas dos agentes de mercado, a definição de padrões negociais (e a padronização dos próprios instrumentos negociados), o aparecimento de prestadores de serviços especializados, enfim, a adoção de um diversificado leque de novas formas ou novas condutas capazes de romper com o *status quo*.

---

das peculiaridades dos mercados, mas que faz com que significativas parcelas dos títulos ofertados sejam, de pronto, entesourados.

<sup>11</sup> O já referido relatório da IOSCO, tratando desse tipo de medida, fala que "*recommendations to enhance the market infrastructure for corporate bonds include enhancing trading efficiency, developing a market making system, establishing a corporate bond index and creating a specialised third party guarantee institution*" (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (Emerging Market Committee in Collaboration with the World Bank Group). *Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets - Final Report*, *op. cit.*, p. 6.



Há, porém, alguns problemas localizados, que se pode enfrentar de forma mais direta. Pode-se também dividir esses problemas mais tópicos em duas categorias, uma envolvendo medidas que não são necessariamente relacionadas à regulação de mercado (é o caso da inadequação dos regimes tributários aplicáveis, por exemplo) e outra mais relacionada à regulamentação das matérias societária e de mercado de capitais (alguns exemplos de tais problemas e das soluções apresentadas serão explorados no correr desse trabalho). Como se disse, neste campo reformas legais ou de regulamentação tendem a ser eficientes. E é sobre esse tipo de problema, ou ao menos sobre parte desses problemas, que a Lei n. 12.431/11 se dispôs a agir.

### 3. AS ORIGENS DA LEI N. 12.431/11

A Lei n. 12.431/11 foi, originariamente, promulgada como a Medida Provisória n. 507, de 30.12.2010. Ela destinava-se a, primordialmente, criar determinados benefícios fiscais para os investimentos realizados em infraestrutura. O instrumento mais adequado, pelo modelo adotado, para permitir tais investimentos seria a emissão de debêntures e, por isso, aquele diploma estabeleceu que, observadas determinadas condições, as debêntures poderiam ser caracterizadas como “de infraestrutura”, beneficiando-se os investidores, então, das respectivas isenções.

Mas a MP n. 507/10 foi além, migrando de pontos específicos e mecanismos de estímulo para o trato com algumas questões mais conceituais. Uma vez que se estavam criando as referidas “debêntures de infraestrutura” e que era necessário tornar viável o uso de tais instrumentos, o novo diploma enfrentou também alguns daqueles empecilhos referidos na Seção anterior. Assim, ele tratou diretamente das distorções tributárias que afetavam o mercado de debêntures e dispôs-se a modernizar o regime da Lei n. 6.404/76. Neste último ponto, as demandas são muito menos relacionadas àquelas questões mais amplas e muito mais a questões que se poderia caracterizar como pertencentes a uma dimensão mais “micro” – pontos da lei que criam custos desnecessários ou que ficaram, nos mais de 30 anos de vigência da lei acionária, obsoletos.

Tais pontos foram identificados a partir de debates com agentes de mercado e, tão logo consolidados na Medida Provisória, a Comissão de

Valores Mobiliários (CVM), coerente com sua política de privilegiar os mecanismos de audiência pública, submeteu o próprio texto da MP a um processo dessa natureza, por meio do Edital de Audiência Pública SDM n. 01/11. Os resultados da audiência pública basicamente apontaram a necessidade de aprimoramento do texto originariamente promulgado e foram encaminhados ao relator da Medida Provisória na Câmara dos Deputados. As propostas encaminhadas pela CVM foram integralmente refletidas na versão final do diploma.

Ao cabo desse processo, a Lei n. 12.431/11 acabou promovendo ainda outras mudanças na Lei n. 6.404/76, não diretamente relacionadas à necessidade de desenvolver o mercado de debêntures, como é o caso das alterações destinadas a facilitar a realização das assembleias gerais a distância e a permitir a participação de não acionistas e de estrangeiros nos conselhos de administração. O presente artigo não tratará nem dessas mudanças nem do regime das debêntures de infraestrutura propriamente ditas, que fogem aos limites da Lei n. 6.404/76, mas apenas às medidas relacionadas à modernização do regime geral das debêntures. Estas últimas serão melhor discutidas na próxima seção.

#### **4. AS MUDANÇAS NO REGIME DAS DEBÊNTURES NA LEI N. 6.404/76**

A presente seção se destina a apresentar cada uma das alterações do regime das debêntures na Lei n. 6.404/76 promovidas pela Lei n. 12.431/11, o que se fará nas subseções 4.1 a 4.7.

Tais alterações abrangem, basicamente, seis pontos: (i) o ajuste dos regimes da amortização de debêntures e de seu resgate parcial; (ii) a flexibilização da recompra de debêntures pelo emissor; (iii) o estabelecimento de competência para o conselho de administração deliberar sobre debêntures de qualquer espécie, observado, para aquelas que forem conversíveis em ações, o limite do capital autorizado; (iv) a permissão de realização de emissões concomitantes de debêntures; (v) a retirada dos limites à emissão de debêntures baseados no capital social; e (vi) a permissão da contratação de um mesmo agente fiduciário para distintas emissões de uma mesma companhia. Ao lado desses pontos, a Lei n. 12.431/11 tratou

também da importante questão da periodicidade da correção monetária das debêntures, em um dispositivo que também será tratado na sequência, mesmo não se havendo, neste ponto, promovido mudanças diretas no texto da Lei n. 6.404/76.

#### 4.1. OS REGIMES DE AMORTIZAÇÃO E RESGATE PARCIAL DAS DEBÊNTURES

A alteração do parágrafo 1º do art. 55 da Lei n. 6.404/76, com a distribuição da matéria de que ele tratava entre os novos parágrafos 1º e 2º e a diferenciação entre os regimes aplicáveis a cada caso decorreu muito mais da necessidade de corrigir algumas impropriedades do texto então vigente do que propriamente de demandas de modernização. Ainda assim, como se verá, elas se mostram coerentes também com essas outras demandas.

Com efeito, em sua redação anteriormente vigente, o parágrafo 1º do art. 55 da Lei n. 6.404/76 estabelecia que “(a) amortização de debêntures da mesma série que não tenham vencimentos anuais distintos, assim como o resgate parcial, deverão ser feitos mediante sorteio ou, se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra em bolsa”. Tal dispositivo tratava de duas operações estruturalmente diferentes, que são a amortização e o resgate, aplicando aos dois casos um mesmo regime, equivocadamente equiparado.

A Lei n. 6.404/76 não define e nem dá muitos maiores detalhes sobre a amortização de debêntures, mas se pode delimitar com maior clareza do que se está tratando a partir da consideração do regime de amortização de ações, que é matéria tratada com mais cuidado no art. 44 do mesmo diploma. De acordo com Nelson Eizirik, em definição que já afasta alguns mal-entendidos,

*“a amortização é a operação mediante a qual a companhia efetua pagamentos parcelados das debêntures antes do seu vencimento. A amortização é parcial em relação ao valor da debênture e integral em relação à série, pois se fosse relativamente ao valor do título, equivaleria ao resgate.”<sup>12</sup>*

<sup>12</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume I*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011, p. 339. Cf., ainda, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*,

O procedimento de sorteio, anteriormente consagrado no texto legal, não se coadunava com a própria natureza da amortização, que é abrangente, atingindo todos os títulos que dela são objeto. A possibilidade de amortização de apenas algumas das debêntures emitidas, reduzindo-se, somente para estas, o valor devido, apresenta alguns significativos problemas, em especial no que tange à necessidade de tratamento igualitário dos debenturistas de uma mesma série – o que se tentava mitigar com o estabelecimento da obrigatoriedade de sorteio<sup>13</sup>. Ademais, aquela possibilidade não se coaduna nem mesmo com a necessidade de promover alguma fungibilidade entre os títulos emitidos, que é necessária condição para o desenvolvimento de um mercado secundário de tais instrumentos.

Daí porque o novo parágrafo 1º do art. 55 da lei acionária dispõe simplesmente que “(a) amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio”.

Já o resgate é a operação pela qual a companhia efetua o pagamento do valor da debênture, antes do seu vencimento, retirando-a de circulação. Pela sua própria natureza, e ao contrário do que acontece com a amortização, o resgate pode abranger todas as debêntures de uma série (no caso do resgate total) ou apenas algumas (o chamado resgate parcial)<sup>14</sup>. Por este motivo, e como forma de evitar arbitrariedades, para o resgate parcial o procedimento de sorteio mostra-se adequado. Assim, o novo parágrafo 2º do art. 55 manteve não apenas a possibilidade de se recorrer ao sorteio nesses casos, como também, em uma redação mais aprimorada que a anterior, a possibilidade de compra dos títulos em mercado (e, portanto, em ambiente impessoal), caso as debêntures estejam “cotadas por preço inferior ao valor nominal”.

Quanto à possibilidade de realização das operações em mercado, há dois pontos para os quais se pode chamar a atenção. O primeiro deles reside na opção por se retirar do dispositivo a expressão “bolsa”, remetendo-se, agora, a “mercado organizado de valores mobiliários”. As operações com

1º Volume. 6. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, p. 733.  
 13 E José Edwaldo Tavares Borba aponta algumas das dificuldades trazidas pelo texto legal anterior e as suas inadequações (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 64). Para a distinção entre a dinâmica do rateio, coerente com a lógica da amortização, e a do sorteio, cf. LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 133.  
 14 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume I, op. cit.*, p. 339.

debêntures são, tipicamente e pela própria natureza dos instrumentos, realizadas em mercado de balcão. É bem verdade que, no Brasil, há sistemas de balcão administrados por entidades que também administram mercados de bolsa e que, a despeito de os sistemas de negociação bursáteis serem uma das atividades de tais entidades (que também prestam outros serviços acessórios ao mercado), são genericamente referidas como "bolsas"<sup>15</sup>. Essa designação vaga, porém, não permite que se afirme que as operações realizadas em sistemas mantidos por aquelas entidades tornar-se-iam também de bolsa. Daí porque é mais adequado remeter, inclusive em uma terminologia mais moderna, a "mercado organizado de valores mobiliários".

O segundo ponto diz respeito à única mudança verdadeiramente material trazida para o regime dos resgates parciais pela Lei n. 12.431/11. Com efeito, o inciso II do parágrafo 2º estabeleceu que, para as compras realizadas em mercado, a companhia deverá observar as normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários, obrigatoriedade que antes não existia.

#### 4.2. A FLEXIBILIZAÇÃO DA RECOMPRA DE DEBÊNTURES

A recompra de debêntures era objeto, originariamente, do parágrafo 2º do art. 55 da Lei n. 6.404/76. Com a distribuição das matérias tratadas pelo antigo parágrafo 1º em dois novos dispositivos, a matéria passou a ser tratada no novo parágrafo 3º.

No regime anterior, se estabelecia que a companhia poderia "*adquirir debêntures de sua emissão, desde que por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras*". No novo parágrafo 3º, a matéria passa a ser tratada em dois incisos. O inciso I trata da recompra por valor igual ou inferior ao nominal, basicamente reiterando o disposto no antigo parágrafo 2º, ou seja, remetendo apenas àquelas medidas de cunho informacional. Já o inciso II permite a aquisição das debêntures "*por valor superior ao nominal, desde que observadas as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários*".

As restrições tipicamente apontadas para permitir a recompra por valor superior ao nominal persistem ainda hoje. Tal possibilidade, por exemplo,

<sup>15</sup> Sobre a multiplicidade de sentidos da expressão, cf. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, op. cit., p. 131.

abre a porta para o tratamento privilegiado de grupos de debenturistas<sup>16</sup>. Não obstante, há motivos relevantes para permitir a negociação por valor superior ao nominal. Em um ambiente marcado pela queda das taxas de juros e com a possibilidade de uma progressiva desindexação, como já discutido, a possibilidade de recompra de títulos anteriormente emitidos e que representem um endividamento mais custoso para a companhia pode se tornar extremamente importante para os administradores, que passam, assim, a poder melhor lidar com o endividamento da sociedade.

Da mesma maneira, tal possibilidade tende a ajudar a estimular, ainda que marginalmente, o mercado secundário daqueles títulos: primeiro porque, afinal, se permite a realização de operações antes vedadas; e segundo porque os títulos assim retirados de circulação tendem a ser aqueles que, de alguma maneira, fogem aos padrões de mercado, resistindo à fungibilização.

É eloqüente, neste sentido, a consideração da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) da CVM, que destaca, no item 3.1 do Relatório da Audiência Pública realizada (Relatório de Análise da SDM – Audiência Pública SDM n. 01/11), que:

*“é importante ressaltar que a redação dada pelo § 2º do art. 55 da MP visa flexibilizar a recompra de debêntures pelo emissor, permitindo uma melhor administração tanto da exposição deste ao mercado, quanto de seu padrão de endividamento e fomentando o mercado secundário desses títulos”.*

Naturalmente, persistem, sob o novo regime, os temores que justificavam a vedação anteriormente existente. Daí porque o novo dispositivo estabeleceu a necessidade de observância das normas estabelecidas pela CVM.

#### **4.3. O ALARGAMENTO DA COMPETÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

Antes da Lei n. 12.431/11, a competência para deliberar sobre a emissão de debêntures era privativa da assembleia geral, nos termos do

<sup>16</sup> Para tais considerações, assim como para outras, relacionadas à possibilidade de a companhia especular com as debentures por ela emitidas, cf. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º Volume, *op. cit.*, p. 741.

caput do art. 59 da Lei das Sociedades Anônimas. O parágrafo 1º do referido artigo, com a redação que lhe foi dada pela Lei n. 10.303/01 (que já flexibilizava o regime originalmente criado), estabelecia que “(n)a companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, e a assembleia pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os incisos VI a VIII deste artigo e sobre a oportunidade de emissão”.

Com isso, no regime anteriormente existente, o conselho de administração poderia deliberar apenas sobre a emissão daquelas debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, ficando, de resto, adstrito a, em caso de delegação assemblear, decidir sobre algumas características das debêntures que a assembleia deliberasse emitir (aquelas referidas nos incisos VI a VIII do *caput*) e a oportunidade de emissão.

Tal situação vinha sendo objeto de críticas, uma vez que, na prática, o conselho de administração de uma companhia poderia tomar decisões de endividamento com efeitos tão ou mais gravosos para a companhia, inclusive onerando bens a ela pertencentes, sendo-lhe vedado, no entanto, decidir quanto a instrumentos sujeitos a uma disciplina de mercado e a regras de transparência mais rigorosas.

Ademais, a reserva de competência para a assembleia geral ainda criava uma situação de grande rigidez, dificultando o processo decisório e tornando-o menos ágil em matéria em que, não raro, se impõe o aproveitamento de “janelas de oportunidade” – quadro que se torna ainda mais problemático com o advento de companhias com o capital disperso<sup>17</sup>. Mais do que isso, do ponto de vista dos efeitos dessas restrições para as condições de mercado, vale lembrar que, em caso de necessidade de deliberação pelo conselho, os títulos emitidos não contariam com garantia real e nem flutuante<sup>18</sup>, não trazendo muito maiores atrativos.

17 Eli Loria, em artigo sobre o tema, esclarece que “de um controle altamente concentrado em 1976, já surgem companhias com controle disperso em que o papel do conselho de administração se torna mais preponderante” (LORIA, Eli. Alterações da Lei Societária pela Lei 12.431/2011. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, vol. 53. Editora Revista dos Tribunais, 2011, p. 218).

18 Cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 1º Volume, op. cit., p. 801.

Foi o reconhecimento dessa situação que motivou as alterações promovidas pela Lei n. 12.431/11. Assim, o parágrafo 1º do art. 59 passou a dispor que “(n)a companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário”. Ao mesmo tempo, o novo parágrafo 2º daquele mesmo dispositivo passou a estabelecer que “(o) estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas”. Por fim, o novo parágrafo 4º, incorporando disposição que, anteriormente, se encontrava na parte final do parágrafo 1º, passou a dispor que “(n)os casos não previstos nos §§ 1º e 2º, a assembleia geral pode delegar ao conselho de administração a deliberação sobre as condições de que tratam os incisos VI a VIII do caput e sobre a oportunidade da emissão”<sup>19</sup>.

Decorre dessas novas disposições um regime muito mais realista. O conselho de administração passa, agora, a dispor de uma competência geral de deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, que podem contar com garantia real ou fluante. Embora se trate de competência do conselho de administração, criou-se a possibilidade de restrição das capacidades do conselho por dispositivo estatutário, assegurando-se, assim, a possibilidade de um maior controle dos acionistas sobre as decisões de endividamento em mercado, caso assim se prefira. No que tange às debêntures conversíveis em ações, optou-se pela permissão de deliberação de emissão pelo conselho dentro dos limites do capital autorizado – o que é, no mínimo, coerente com a existência de regras de capital autorizado no sistema societário brasileiro<sup>20</sup>. Por fim, o conselho permaneceu com a possibilidade de receber delegação de competência, pela

19 Tais alterações, vale destacar, tornaram necessário também o ajuste do art. 122 da Lei n. 6.404/76, que trata da competência privativa da assembleia geral, havendo-se, nele, ressalvado o disposto nos três parágrafos acima referidos.

20 Valendo destacar que é o que ocorre, já há muito, nas legislações europeias, como esclarece CAMPOBASSO, Gian Franco. *Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni*. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, op. e loc. cit., p. 240.



assembleia, para deliberar sobre aquelas questões que a ele já se podia, no regime anterior, delegar<sup>21</sup>.

No parágrafo 1º criou-se, então, uma competência originária do conselho de administração, concorrente com a competência assemblear e passível de limitação<sup>22</sup>. No parágrafo 2º, pode-se falar em uma competência derivada de disposição estatutária autorizadora. No caso do parágrafo 4º, por fim, já se está falando em uma competência derivada de deliberação da assembleia.

De qualquer maneira, cumpre realçar que, como demonstra Gian Franco Campobasso<sup>23</sup>, existe uma grande diversidade de soluções possíveis para a questão da distribuição de competências entre assembleia e conselho para a deliberação de emissão de debêntures – se, por um lado, há ordenamentos que reconhecem a matéria como de gestão financeira da empresa, atribuindo portanto a competência decisória para o conselho de administração, há outros que a tratam como técnica de financiamento sobre a qual cabe à assembleia decidir.

A opção adotada no Brasil a partir da Lei n. 12.431/11 não se mostrou, portanto, extremamente arrojada, uma vez que a opção por um ou por outro modelo (ou pelas soluções intermediárias possíveis) tende a depender mesmo da forma pela qual, nos diversos países, se conformam as estruturas de controle e se lida com o papel da administração das sociedades.

#### 4.4. A PERMISSÃO DE EMISSÕES CONCOMITANTES DE DEBÊNTURES

Outra importante alteração, também em um dos parágrafos do art. 59, diz respeito à possibilidade de emissões concomitantes de debêntures.

O antigo parágrafo 3º daquele dispositivo estabelecia que “(a) companhia não poderá efetuar nova emissão antes de colocadas todas as debêntures das séries de emissão anterior ou canceladas as séries não colocadas, nem negociar nova série da mesma emissão antes de colocada a anterior ou cancelado o saldo não

21 Para a análise do tipo de atribuição de competência com que se está lidando a cada caso, podem-se adotar as bases dadas pela exposição de José Alexandre Tavares Guerreiro (Regime Jurídico do Capital Autorizado. São Paulo: Editora Saraiva, 1984, pp. 93 e ss.).

22 EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada, Volume I, *op. cit.*, p. 371.

23 Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti, *op. e loc. cit.*, pp. 240 e ss.

*colocado*". Tal dispositivo foi integralmente revogado pela Lei n. 12.431/11, tornando-se possíveis, assim, as emissões concomitantes de debêntures.

A vedação justificava-se, de acordo com Francisco José Pinheiro Guimarães, para evitar que a companhia emissora acessasse "*novamente mercado que já se mostrou pouco receptivo às debêntures de emissão ou série anterior*"<sup>24</sup>. A preocupação com a "derrama" irresponsável de títulos e com os efeitos desta para as séries anteriores, hoje, não encontra exatamente o mesmo respaldo que encontrava no passado, inclusive em razão dos padrões mais elevados de transparência e dos mecanismos informacionais mais adequados de que os investidores dispõem, restando as companhias sob um escrutínio mais atento.

Por outro lado, ante as feições do mercado contemporâneo, justificava-se, aqui como também ocorria na questão da flexibilização das decisões de emissão de debêntures, permitir um maior aproveitamento das oportunidades de captação de recursos eventualmente surgidas durante o período de colocação de uma emissão. A abertura de tal possibilidade mostra-se ainda mais relevante quando se pensa em companhias de grande porte, que podem ter distintos projetos para financiar ao mesmo tempo e para as quais, desta maneira, não se mostra razoável criar restrições daquela natureza.

#### 4.5. O FIM DOS LIMITES À EMISSÃO BASEADOS NO CAPITAL SOCIAL

Um dos pontos mais questionados da reforma promovida pela Lei n. 12.431/11 foi a revogação do art. 60 da Lei das Sociedades Anônimas, que estabelecia determinados limites para a emissão de debêntures, baseados no capital social da companhia.

O referido dispositivo estabelecia que "*(e)xcetuosos os casos previstos em lei especial, o valor total das emissões de debêntures não poderá ultrapassar o capital social da companhia*". Os parágrafos 1º e 2º do mesmo artigo estabeleciam hipóteses em que se poderia exceder aquele limite e os critérios

24 Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.), *Direito das Companhias*, Volume I. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009, p. 614. Cf. ainda CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 1º Volume, *op. cit.*, p. 812.

para tal. O parágrafo 3º estabelecia a competência para a CVM fixar outros limites para “*emissões de debêntures negociadas em bolsa ou no balcão, ou a serem distribuídas no mercado*” – competência, aliás, nunca exercida, podendo-se imaginar a complexidade para o estabelecimento de tais limites e os riscos de artificialidade de uma definição desta ordem. Por fim, o parágrafo 4º do art. 60 estabelecia que os limites ali previstos não eram aplicáveis à emissão de debêntures subordinadas, que são aquelas que, nos termos do parágrafo 4º do art. 58, contêm “*cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia*”.

O art. 60 foi integralmente revogado pela Lei n. 12.431/11, inexistindo, hoje, limites pré-fixados para a emissão de debêntures. Na audiência pública promovida pela CVM foram trazidas ressalvas a essa opção, refletindo preocupações também de outros participantes do mercado. De um modo geral, tais temores diziam respeito à possibilidade de emissão de títulos em profusão, sem o devido “lastro”, que se estaria criando. E esta é, a bem da verdade, uma preocupação comum, que fez com que, não sem polêmicas, diversos ordenamentos tenham adotado soluções similares<sup>25</sup>.

Há, no entanto, mais de um motivo a justificar a retirada de todo o art. 60 da lei acionária. José Edwaldo Tavares Borba descreve em detalhes as críticas já há muito feitas a esse tipo de dispositivo, apontando que alguns autores defendiam, no passado, que a companhia

*“é que deveria avaliar e definir o montante de seu endividamento, enquanto o mercado e os investidores calculariam o risco e a conveniência de adquirir os títulos emitidos, absorvendo-os ou rejeitando-os.”*<sup>26</sup>

O mesmo autor, aliás, destaca os questionamentos, já antigos, acerca da razoabilidade da adoção do capital social como parâmetro adotado, uma vez que este nada diz, na verdade, acerca da solvabilidade da companhia emissora, asseverando em trecho eloquente, ao cabo de sua exposição, que

25 Cf., neste sentido, as considerações de CAMPOBASSO, Gian Franco. *Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni*. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*. Milano: Dott. A Giuffrè Editore, 1993, pp 234 e ss.

26 *Das Debêntures, op. cit.*, p. 84.

*“A atual lei das sociedades anônimas retornou à mística do capital social, em uma formulação mais simbólica do que realista, na qual busca o efeito estético da regra, representado pelo equilíbrio capital-ações/capital-debêntures, mas em que desconsidera os aspectos práticos e materiais que deveriam informar a limitação estabelecida.”<sup>27</sup>*

O fato é que, já há muito, se reconhece que o capital social não dá uma verdadeira medida da capacidade de pagamento da companhia e que, a despeito das muitas formulações, tradicionalmente reiteradas na doutrina societária, que reiteram a função de garantia aos credores, são evidentes as suas limitações para tal<sup>28</sup>. Indo além, é importante lembrar que as possibilidades de endividamento hoje são tão amplas, inclusive a partir do uso de novos instrumentos de mercado, que os limites formais estabelecidos para as debêntures representam muito pouco e servem muito mais para afastar os potenciais usuários desse instrumento do que para outra coisa<sup>29</sup>.

Do ponto de vista prático também há ressalvas a uma solução como aquela. Em estruturas criadas para financiamento de projetos (*project finance*), tema particularmente importante no Brasil neste momento, usualmente se adota uma combinação de fontes de recursos e a emissão de debêntures é uma das formas de captação que se tende, pelas suas características, a privilegiar. Nessas estruturas, o montante de capital próprio em relação a outras fontes costuma corresponder a uma parcela relativamente reduzida dos recursos captados para o projeto<sup>30</sup> – neste ponto, os limites seriam verdadeiramente impeditivos da adoção de práticas mais refinadas de financiamento de projetos.

27 *Das Debêntures, op. cit.*, p. 85. Quanto ao processo pelo qual, no direito brasileiro, se chegou originariamente a tal solução, cf. FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das Debênturas, Primeiro Volume*. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1944, pp. 46 e ss.

28 Neste sentido, cf. DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. 2 ed. Coimbra: Coimbra Editora, pp. 246 e ss. Para uma análise mais refinada da função garantidora do capital social, que não afasta a função em si, mas a qualifica, afastando a sua caracterização como “garantia de crédito”, cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime Jurídico do Capital Autorizado, op. cit.*, pp. 28 e ss.

29 Essa objeção é apresentada por CAMPOBASSO, Gian Franco. *Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni*. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti, op. e loc. cit.*, p. 239.

30 Cf. ENEL, José Virgílio Lopes. *Project Finance: Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias Público-Privadas, Leveraged Buy-Outs, e Outras Figuras Afins)*. São Paulo: Editora Saraiva, 2007, p. 165.

Ademais, se considerarmos o quão rígido é o balizador estabelecido pelo revogado art. 60 e que o "teto" por ele definido não vigorava para as debêntures subordinadas, deve-se reconhecer, ainda, outro problema. Isso porque aquela regra acabava por promover uma proliferação das emissões de debêntures subordinadas no mercado brasileiro, o que se considera que afetava a percepção dos investidores acerca da "qualidade" dos instrumentos em circulação. Com isso eram limitadas, ainda, as perspectivas de desenvolvimento do mercado de um modo geral.

É muito mais adequado, assim, retirar limites daquela natureza, ainda mais quando as informações prestadas pelos emissores ao mercado são, hoje, muito mais apropriadas para permitir uma adequada avaliação da capacidade de pagamento das companhias emissoras e da adequação de seus níveis de endividamento<sup>31</sup>.

#### 4.6. A PERMISSÃO PARA A CONTRATAÇÃO DE UM MESMO AGENTE FIDUCIÁRIO PARA DISTINTAS EMISSÕES DA COMPANHIA

Por fim, a derradeira mudança promovida pela Lei n. 12.431/11 no que tange ao regime das debêntures na Lei n. 6.404/76 é aquela que permite a contratação de um mesmo agente fiduciário para mais de uma emissão da mesma companhia.

O art. 66 da Lei das Sociedades Anônimas estabelecia, na alínea "a" de seu parágrafo 3º, que não pode ser agente fiduciário a "*pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia*". Ao regulamentar a matéria, por intermédio da Instrução CVM n. 28, de 23.11.1983, a autarquia foi além, estendendo essa limitação para as emissões de companhia que fosse "*sociedade coligada, controlada, controladora da emissora ou integrante do mesmo grupo*".

A motivação para tal vedação era clara. Sendo o agente fiduciário responsável pela tutela dos interesses da comunidade dos debenturistas, caso ele assumisse as mesmas funções para outros grupos de investidores,

<sup>31</sup> Daí porque CAMPOBASSO, Gian Franco. *Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni*. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*, op. e loc. cit., p. 239, destaca que "*In definitiva, non è azzardato pensare che la previsione di limite quantitativi all'emissione di obbligazioni, forse giustificata storicamente, possa essere oggi rimossa senza particolari ripercussioni negative per la tutela degli obbligazionisti e la salvaguardia dell'equilibrio finanziario della società.*"

que podem, por vezes, ter interesses contrapostos àqueles já por ele representados, instalar-se-ia uma situação de conflito de interesses<sup>32</sup>.

No entanto, com o passar do tempo, configurou-se uma situação que, se não colocou em xeque aquelas razões para a vedação, recomendou a sua revisão. As companhias emissoras de debêntures não raro não se limitam a uma única emissão. É comum mesmo que, com o tempo, diversas emissões se acumulem e que dado o regime para o desenvolvimento das atividades de agentes fiduciários, estes não tendam a se multiplicar no mercado em grande velocidade – a oferta do serviço é, em certa medida, inelástica, não respondendo de imediato ao aumento da demanda<sup>33</sup>. A primeira reação a este problema veio da própria CVM, que, por meio da Instrução CVM n. 490, de 24.01.2011, retirou aquela extensão da limitação legal criada pela sua própria regra, permitindo que sociedades de um mesmo grupo tenham, para suas emissões, um mesmo agente fiduciário. Mas esta mudança seria meramente paliativa se não se lidasse também com a vedação contida no dispositivo legal acima comentado.

Há, também, outro motivo para a revisão da vedação, que é a perseguição, já por mais de uma vez referida neste artigo, de uma maior fungibilidade das debêntures como condição para o desenvolvimento de um mercado para tais títulos. Permitir a concentração de emissões em um mesmo agente fiduciário ajudaria, assim, a uniformizar o conteúdo dos títulos.

Foi por estes motivos que, com a Lei n. 12.431/11, se alterou o disposto na alínea “a” do parágrafo 3º do art. 66 da lei acionária, que passou a dispor que não poderá exercer a função de agente fiduciário “*pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a menos que autorizado, nos termos das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários*”.

Aqui, mais do que a vedação pura e simples ao desempenho da atividade, devem se impor outros regimes para lidar com os potenciais

32 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.), *Direito das Companhias, Volume I, op. e loc. cit.*, p. 624.

33 O surgimento de tais demandas e as discussões e divergências ocorridas naquela ocasião ficam evidenciadas no Processo CVM RJ2009/5863, julgado em 28.07.2009. Cf., ainda, as discussões trazidas em LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada, op. cit.*, pp. 66 e ss.

conflitos de interesses, a partir, sobretudo da adoção de mecanismos informacionais adequados e de regras de conduta destinadas a assegurar o tratamento adequado dos debenturistas. Essa foi a linha seguida pela Instrução CVM n. 519, de 26.01.2012, que alterou novamente a já referida Instrução CVM n. 28/83, regulamentando a nova disposição legal.

#### 4.7. A QUESTÃO DA PERIODICIDADE DA CORREÇÃO MONETÁRIA DAS DEBÊNTURES

Ainda no que tange ao regime geral das debêntures, a Lei n. 12.431/11 promoveu uma outra importante alteração, que, apesar de não haver se refletido diretamente em nenhuma modificação do texto da Lei n. 6.404/76, vale, igualmente, aqui referir.

O parágrafo 1º do art. 54 da Lei das Sociedades Anônimas estabelece que “*A debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei*”. Já a Lei n. 9.069, de 29.06.1995, que criou o Plano Real, estabeleceu que o prazo mínimo para a apuração da correção monetária, quando esta for convencionada, é de um ano. Isso fazia com que, nas debêntures em que se efetua o pagamento de juros em periodicidade menor que um ano, não se pudesse corrigir monetariamente o valor do título, possibilidade existente, vale frisar, para os títulos públicos.

Assim, o art. 8º da Lei n. 12.431/11 estabeleceu que “*as debêntures e as letras financeiras podem sofrer correção monetária em periodicidade igual àquela estipulada para o pagamento periódico de juros, ainda que em periodicidade inferior a 1 (um) ano*”. Com isso, eliminou-se aquela distorção tanto para as debêntures quanto para as letras financeiras, o que não apenas evita uma verdadeira lesão patrimonial para os detentores daqueles títulos, como ainda facilita a “competição” com os títulos de dívida pública, militando pelo desenvolvimento do mercado<sup>34</sup>.

34 Importa destacar que mesmo antes de tal mudança, José Edvaldo Tavares Borba defendia tal possibilidade, justamente escorado no argumento da potencial lesão patrimonial para os detentores dos títulos (BORBA, José Edvaldo Tavares. *Das Debêntures*, *op. cit.*, p. 43).

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo descreve as mudanças recentes do regime legal das debêntures decorrentes da Lei n. 12.431/11. Como se procurou demonstrar, as alterações nele discutidas decorrem de um consenso construído no correr dos últimos anos acerca dos impedimentos, de diversos tipos, para o desenvolvimento de um mercado de renda fixa corporativa no Brasil. A bem da verdade, elas correspondem a uma parte bastante reduzida dos desafios que se deve enfrentar para tal desenvolvimento.

E isso, inclusive, porque não são apenas regimes legais mais ou menos adequados que determinam o aparecimento de um determinado mercado. A retirada de entraves legais a certas atividades e a criação de um arcabouço legal mais adequado são, sem dúvida, importantes. Presumir que eles são suficientes, porém, é um equívoco bastante comum na tradição do pensamento jurídico brasileiro e que é capaz de produzir alguns efeitos bastante negativos – um dos mais importantes deles talvez resida no distanciamento entre a academia jurídica e alguns grandes temas. A história das instituições econômicas no Brasil demonstra que a mudança pura e simples de regras jurídicas, a criação de um novo regime legal, ignorando-se outras questões de fundo, que muitas vezes não deixam de apresentar, de forma distinta e em um sentido mais amplo, aspectos jurídicos, tende a produzir resultados no mais das vezes frustrantes.

O debate sobre o desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, com a identificação de diferentes constrições e o reconhecimento de que se demandam distintas soluções, não raro combinadas entre si, envolvendo coordenação entre os agentes interessados ao lado das soluções formais propriamente ditas, é, nesse sentido, bastante ilustrativo dessa situação. Trata-se, por um lado, de uma importante lição para aqueles que presumem que mudanças de texto legal ou que mais regulamentação ou novas codificações seriam a resposta para os problemas do país (o que é tradição, como já se destacou, em nosso meio jurídico). Por outro, é uma verdadeira prova de fogo, a testar a capacidade de mobilização dos agentes econômicos e dos entes governamentais para o atingimento de fins generalizadamente identificados como desejáveis, com soluções de mais longo prazo, e o estágio de desenvolvimento de nossas instituições de mercado.



## BIBLIOGRAFIA

- ARIDA, Persio; BACHA, Edmar Lisboa; LARA-RESENDE, André. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In GIAVAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago. *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Proposta para a Ampliação e o Alongamento de Prazos no Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil*. São Paulo: ANBIMA, 2011.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das Debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.
- CAMPOBASSO, Gian Franco. Gli Strumenti di Finanziamento: Le Obbligazioni. In ABBADESSA, Pietro; ROJO, Angel. *Il Diritto delle Società per Azioni: Problemi, Esperienze, Progetti*. Milano: Dott. A Giuffrè Editore, 1993.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 1º Volume*. São Paulo: Editora Saraiva, 2011.
- DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do Capital Social: Noção, Princípios e Funções*. 2 ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.
- EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada, Volume I*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2011.
- ENEL, José Virgílio Lopes. *Project Finance: Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias Público-Privadas, Leveraged Buy-Outs, e Outras Figuras Afins)*. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.
- FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das Debênturas, Primeiro Volume*. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1944.
- GLEN, Jack; PINTO, Brian. *Debt or Equity? How Firms in Developing Countries Choose – IFC Discussion Paper Number 22*. Washington, D.C.: International Finance Corporation, 1994.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo: Editora Saraiva, 1984.
- GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures*. In: LAMY FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coords.). *Direito das Companhias, Volume I*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (Emerging Market Committee in Collaboration with the World Bank Group). *Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets – Final Report*. Madrid: IOSCO, 2011.
- LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das Sociedades por Ações Anotada*. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.
- LORIA, Eli. Alterações da Lei Societária pela Lei 12.431/2011. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Vol. 53. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.
- SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil*. Rio de Janeiro: ANDIMA/COPPEAD, 2008.

- TEIXEIRA, Nilson. Mercado de Capitais Brasileiro à luz de seus avanços e desafios. *In* LISBOA, Edmar Bacha; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). *Mercado de Capitais e Crescimento Economico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MACAHYBA, Luiz. *O Elo Perdido. O Mercado de Títulos de Dívida Corporativa no Brasil: Avaliação e Propostas*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial – IEDI/Instituto Talento Brasil, 2012.
- YAZBEK, Otavio. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – uma Análise Funcional. *In*: WEISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes (coords.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- \_\_\_\_\_. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.