REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

Fundadores

1.ª Fase: WALDEMAR FERREIRA

Fase Atual: PROF. PHILOMENO J. DA COSTA (†)
PROF. FÁBIO KONDER COMPARATO

Supervisor Geral: PROF. WALDÍRIO BULGARELLI

Comitê de Redação: MAURO RODRIGUES PENTEADO, HAROLDO D. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, ANTONIO MARTIN

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado
e Biblioteca Tullio Ascarelli
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,
respectivamente anexos aos
Departamentos de Direito Comercial e de
Direito Econômico e Financeiro da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

ANO XXXV (Nova Série) n. 101 Janeiro-Março/1996

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Nova Série - Ano XXXV • n. 101 • janeiro-março de 1996

© Edição e distribuição

EDITORA REVISTA DOS TRIBUNAIS LTDA.

LIVRARIA TRIBUTARIA
Rua Cel. Xavier de Toledo, 210
7o. Andar - Conj. 74 - CEP 01048-000
Fone/Fax: 214-3716
3120. 3761

Diretor de Produção: ENYL XAVIER DE MENDONÇA

MARKETING E COMERCIALIZAÇÃO

Diretor: ROBERTO GALVANE

Gerente de Marketing: MELISSA TREVIZAN CHBANE

Gerente de Administração de Vendas: KUNJI TANAKA

CENTRO DE ATENDIMENTO AO CONSUMIDOR: Tel. 0800-11-2433

Diagramação eletrônica: Eurotexto Informática Ltda. – ME. Av. Sete de Setembro, 1000, CEP 18245-000 - Campina do Monte Alegre – São Paulo, SP, Brasil. — *Impressão:* EDITORA PARMA LTDA., Av. Antonio Bardella, 280 — CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

Impresso no Brasil

Instituto Mackenzie
Biblioteca George Alexander
Direito

AVISO AOS LEITORES

Havendo dirigido a Revista ininterruptamente desde o primeiro número de sua nova série, em 1971, deixo agora as funções de Diretor Executivo, esclarecendo que não participei da redação do nº 100 (outubro-dezembro/1995).

Fábio Konder Comparato

SUMÁRIO

DOUTRINA

Distribuição secundária no Brasil e no exterior de ações pertencentes à administração pública — LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES 9

A teoria dos grupos de sociedades e a competência do juízo arbitral — ARNOLDO WALD 21

A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos — DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS 27

Emissão de debêntures — NELSON EIZIRIK 37

Os débitos tributários das empresas. Responsabilidade de diretores, sócios-gerentes e controladores — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 49

As hipóteses de recesso na Lei das Sociedades Anônimas — RENATA BRANDÃO MORITZ 56

As instituições financeiras e a taxa de juros — PEDRO FREDERICO CALDAS 76

ATUALIDADES

Inquérito administrativo CVM e recurso de ofício — LUIZ ALFREDO PAULIN 97

Notas sobre a desconsideração da personalidade jurídica: a experiência portuguesa — LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ 109

Representação comercial e distribuição comercial — Importância dos traços distintos — JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA 114

Criação e desenvolvimento de uma sociedade de capital — Investimento: as lições do modelo francês — FRANÇOISE MONOD 119

JURISPRUDÊNCIA

As cooperativas e o direito dos cooperados retirantes ao valor atualizado de suas quotas-partes — JORGE EDUARDO PRADA LEVY 122

NOTICIÁRIO DO INSTITUTO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL COMPARADO E BIBLIOTECA TULLIO ASCARELLI 133

ÍNDICE ALFABÉTICO REMISSIVO 135

CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO

ARNOLDO WALD

Advogado em São Paulo e Paris; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ; Presidente do grupo brasileiro da Association Henri Capitant; Ex-Presidente da Comissão de Valores Mobiliários — CVM; Ex-Membro do Conselho Monetário Nacional.

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Advogado; Consultor Jurídico e Superintendente de Operações da BNDES Participações S.A. — BNDESPAR.

FRANÇOISE MONOD

Master of Laws da Universidade de Harvard e advogada em Paris (associada de Sokolow, Dunaud, Mercadier & Carreras).

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

Advogado no Rio de Janeiro.

JORGE EDUARDO PRADA LEVY

Advogado em São Paulo.

LUIZ ALFREDO PAULIN

Procurador da Fazenda Nacional junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional; Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo.

LUIZ ANTONIO SOARES HENTZ

Mestre e Doutor em Direito; Professor de Direito Comercial da UNESP; Juiz de Direito da 9.ª Vara Cível de Ribeirão Preto.

LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

NELSON EIZIRIK

Advogado no Rio de Janeiro. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.

PEDRO FREDERICO CALDAS

Advogado em São Paulo.

RENATA BRANDÃO MORITZ

Advogada no Rio de Janeiro.

DOUTRINA

A DEBÊNTURE COMO INSTRUMENTO DE APLICAÇÃO E CAPTAÇÃO DE RECURSOS

DURVAL JOSÉ SOLEDADE SANTOS

Sumário: Introdução — 1. Exemplos de "montagens financeiras" — 2. Experiência brasileira — 3. Aspectos jurídicos — 4. Emissão de debêntures — 5. Características das debêntures — 6. Derivativos — 7. Cédula pignoratícia de debêntures — 8. Observações finais.

Introdução

A debênture é, certamente, dentre os títulos de dívida — regulamentados no Brasil — o mais interessante.

É de se notar, que pelo sistema legal brasileiro, a relação débito/crédito somente pode ser consubstanciada em títulos, em sentido lato, devidamente regulados por legislação pertinente. Diferentemente do que ocorre, por exemplo, nos E.U.A, onde qualquer tipo de operação pode ser representado em títulos que são negociados no mercado — independente de qualquer regulação ou, até, de auto-regulação. Sobre esse assunto, deve ser ressaltado que — devido aos acontecimentos recentes envolvendo derivativos nos chamados mercados globais — os seis maiores bancos de investimento americanos estão propondo a primeira auto-regulação de suas atividades no setor.

Os aspectos jurídicos das debêntures serão explicitados após algumas considerações de ordem financeira.

No que se refere a "montagens financeiras", não há dúvida que é a debênture que permite a maior flexibilidade. É possível nela representar de um simples débito até operações bastante complexas, nas quais a debênture conjugue aplicações de renda fixa e variável. Quanto ao prazo, ele pode ser tanto de curta duração, quanto de duração indefinida como em operações em que não haja vencimento em determinada data, só ocorrendo no caso de um desempenho estipulado não ser alcançado, quando são consideradas como *quase-equity*.

Permite ainda a debênture que sobre ela sejam lançados derivativos, tais como opções (Instrução n. 193, de 20.7.92, da CVM), "*warrants*" (Instrução n. 223, de 10.11.94, da CVM), "*swaptions*", etc. São também passíveis de compor as carteiras de Fundos: a) de Conversão (Instrução n. 91, de 6.12.91, da CVM); b) de Mútuos de Investimento (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); c) de Mútuos de Investimento — Carteira Livre (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); e d) de Investimento em Empresas Emergentes (Instrução n. 209, de 25.3.94, da CVM). Nos dois últimos a legislação permite, inclusive, que as carteiras componham-se exclusivamente desses títulos.

1. Exemplos de "montagens financeiras"

Como um exemplo de "montagem", poderia ser criada uma debênture, subordinada, conversível, com um juro fixo, outro variável vinculado ao preço de seu

produto, e uma participação no lucro — calculada como se a debênture fora uma ação. O vencimento seria referenciado com um ou mais eventos e não com uma data. Os eventos poderiam ser — no caso de uma companhia fechada — a abertura de capital após a implantação de uma expansão e o produto alcançar um preço previamente estabelecido.

Quais as vantagens: 1) *para a emissora*, um juro fixo baixo enquanto estaria fazendo a expansão e, após esta, um juro variável referenciado ao aumento do preço de seu produto e uma participação vinculada a sua rentabilidade; não teria uma data de vencimento, desde que cumprisse sua obrigação de abrir capital e o preço atingisse o patamar estabelecido. Durante esse período — por ser uma debênture subordinada — sua capacidade de endividamento bancário não estaria limitada por falta de garantias;

2) *para o investidor*, teria a possibilidade de ter uma remuneração de renda variável sem ter comprometida sua liquidez caso a empresa não abrisse seu capital, quanto a renda fixa, estaria garantido que teria uma determinada rentabilidade, pois — em caso contrário — o não alcance do desempenho estabelecido acarretaria o vencimento da obrigação.

Caso a empresa abrisse seu capital, registrasse suas ações em Bolsa de Valores e mantivesse a rentabilidade oferecida, o debenturista poderia esperar — recebendo sua renda fixa além da variável — até que a cotação da bolsa atingisse um valor que considerasse ideal, para, só então, converter suas debêntures e vender as ações decorrentes. Conta, ainda, com as possibilidades de lançar derivativos sobre suas debêntures e vender a debênture sem convertê-la.

Outra "montagem" possível seria as instituições financeiras subscreverem debêntures como forma de aplicar seus recursos —, neste caso a emissão terá que ser pública, conforme a Resolução n. 1.777, de 19.12.90, do CMN e a Circular n. 545, de 18.6.90, do BACEN. Além das vantagens passíveis de constar das emissões, há ainda a liquidez de seu crédito, podendo as instituições negociar os títulos de sua carteira no Sistema Nacional de Debêntures — SND, quando desejar.

A instituição financeira entendendo, por exemplo, que uma debênture conversível possa vir a ter significativo ganho de capital e dela, por isso, não queira desfazer-se, necessitando, entretanto, de recursos para outras operações, poderá lançar Cédulas Pignoratícias lastreadas em tal debênture.

Esses são apenas poucos exemplos de uma enorme quantidade de variações possíveis.

2. Experiência brasileira

A experiência brasileira na utilização das debêntures podia ser classificada até meados da década anterior como relativamente pequena, apesar de a primeira legislação a elas referir-se datar de 4 de novembro de 1882 — Lei 3.150. O termo debênture foi utilizado pela primeira vez no decreto (n. 8.821, de 30.12.82) que regulamentou esta lei.

Como curiosidade, segundo alguns comentadores de títulos de crédito, a debênture foi inventada pelos empreendedores ingleses responsáveis pela abertura do Canal de Suez, como forma de captação de recursos para seu financiamento.

Durante os últimos cinco anos houve um enorme incremento na emissão desses títulos, tornando-se a principal alternativa aos recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES nos financiamentos de longo prazo.

Ressalte-se que o Sistema BNDES, principalmente através de sua Subsidiária BNDES Participações S.A. — BNDESPAR, é também importante subscritor de debêntures.

A carteira de debêntures da BNDESPAR, no valor de cerca de US$ 500 milhões, é composta unicamente de debêntures conversíveis. Além dessa característica, são em sua maior parte: subordinada, nominativas, corrigidas por IGP-M, com juros de 12% a.a. e prêmio de ANBID — Associação Nacional de Bancos de Investimentos e Desenvolvimento mais juros de 3% a.a.; portanto, como se verá a seguir, dentro dos padrões do mercado.

Para confirmar a atual importância da debênture como instrumento de captação, pelas empresas que necessitam de recursos, e aplicação, pelos investidores — notadamente os institucionais — serão demonstrados a seguir os dados até abril de 1995 sobre emissões desses títulos, apurados dos registros do Sistema Nacional de Debêntures — SND, da Associação Nacional de Instituições de Mercado Aberto — ANDIMA:

a) 136 companhias emissoras;

b) 180 emissões, em 350 séries, com 79,21 milhões de títulos, dos quais 71,03 milhões de debêntures depositadas no SND; e

c) com o valor atual do estoque de R$ 10,81 bilhões.

Dentre estas, 9 séries, totalizando cerca de R$ 300 milhões, foram realizadas somente de janeiro a abril de 1995.

Tais dados referem-se a quase todas as debêntures emitidas, exceto, basicamente, as da carteira da BNDESPAR; ressalvada uma parte em que possa existir uma dupla contagem, por estimativa, cerca de R$ 150 milhões.

3. Aspectos jurídicos

As características e o perfil dessas debêntures são detalhados no quadro mostrado após as Observações Finais.

Atualmente a legislação pertinente às debêntures está contida basicamente nas Leis 6.385/76 e 6.404/76, Resoluções do Conselho Monetário Nacional — CMN, Circulares do Banco Central e Instruções da Comissão de Valores Mobiliários — CVM.[1]

A debênture, segundo o art. 2.º da Lei 6.385/76, é um valor mobiliário representativo de uma fração do empréstimo coletivo — geralmente a longo prazo — lançado pública ou privativamente por sociedade anônima; que, pela legislação brasileira, é o único tipo societário autorizado a emiti-la. Para utilizar um termo ora em voga, ela é uma dívida "securitizada".

A partir desse ponto, as referências à legislação, quando não expressamente mencionadas em contrário, são à Lei 6.404/76.

4. Emissão de debêntures

A emissão de debêntures é precedida de algumas formalidades legais:

1) Decisão em assembléia — a competência para a deliberação sobre a emissão é privativa da Assembléia-Geral — arts. 59 e 122.

É interessante notar que o § 1.º do art. 59 admite, à semelhança da autorização de capital, a delegação ao Conselho de Administração para estabelecer as condições financeiras da emissão, inclusive a oportunidade da emissão. O § 2.º, do mesmo artigo, autoriza ainda que sejam estabelecidos pela AGE os limites de séries e valor, deixando ao Conselho de

[1] Instruções: n. 13, 30.9.80; n. 88, de 3.11.88; n. 168, de 23.12.91; n. 182, de 13.2.92; n. 194, de 3.8.92; n. 202, de 6.12.93.

Administração o exame do detalhamento das séries e do valor de cada uma.

2) Escritura de Emissão — declaração unilateral, por instrumento público ou particular, firmado pela emissora e o agente fiduciário, se houver — art. 61.

Por oportuno, a emissão de debêntures distribuída ou admitida à negociação pública terá obrigatoriamente agente fiduciário.

Todas as condições das debêntures deverão constar da Escritura.

A Companhia pode efetuar tantas emissões de debêntures quanto desejar, desde que não ultrapasse os limites estabelecidos no art. 60.

Entretanto, não pode efetuar nova emissão antes de colocadas todas as debêntures das séries da emissão anterior ou canceladas as séries não colocadas (§ 3.º do art. 59).

Séries são como são chamadas as divisões da emissão. Deve ser ressaltado, porém, que nos casos de emissões com mais de uma série, a igualdade de direitos está limitada a cada série, conforme disposição do parágrafo único do art. 53.

5. Características das debêntures

Características do certificado — Devido à própria inclusão da debênture como título de crédito, seu certificado — no caso das endossáveis — deve conter requisitos legais, no caso, os fixados no art. 64.

O art. 63, em seu § 2.º, autoriza que as debêntures sejam objeto de depósito, com emissão de certificado e, para tanto, remete ao art. 43.

Formas de circulação — Até o advento da Lei 4.728, de 14.7.65, a única forma de emitir debênture era ao portador. Esta lei criou, em seu art. 40, a debênture endossável — mantendo a forma ao portador. A Lei 4.728/65 foi quase inteiramente revogada pela Lei 6.404/76 que, entretanto, em seu art. 63 manteve as mesmas formas: portador e endossável. A debênture escritural — bastante utilizada atualmente — não consta deste artigo, mas do art. 74, que normatiza a extinção de debêntures.

Por sua vez, a Lei 8.021, de 12.4.90, veda — em seu art. 2.º, item II — a "emissão de títulos e a captação de depósitos ou aplicações ao portador nominativos-endossáveis".

Aparentemente estaria vedada a emissão de debêntures endossáveis; entretanto, o art. 4.º, do mesmo diploma legal, ao referir-se à Lei 6.404/76 somente menciona a alteração do art. 20 — que trata das formas das ações — que passou a vigorar com a seguinte redação: "Art. 20. As ações devem ser nominativas." O Parecer de Orientação da CVM — de n. 26, de 7.4.92 — também só se refere às ações.

Utilizando-se da regra de interpretação que cita que não cabe ao intérprete restringir o que a lei não o faz, é possível concluir que as debêntures ao portador e as endossáveis estão em vigor?

A resposta é negativa no que se refere às ao portador e endossáveis em branco e positiva àquelas que têm endosso em preto.

Essa resposta baseia-se no art. 1.º da retromencionada Lei:

Art. 1.º "A partir da vigência desta Lei, fica vedado o pagamento ou o resgate de *qualquer título* ou aplicação, bem como dos seus rendimentos ou ganhos, *a beneficiário não identificado*". (grifos do autor)

A prática, como demonstrada no quadro final, consagrou esta interpretação.

Apesar de não mais constar na Lei a endossável como forma de ação, suas normas de transferência não foram revogadas, pois, em caso contrário, os demais títulos endossáveis — Debêntu-

res, Cédulas Pignoratícias, Partes Beneficiárias e Bônus de Subscrição — aos quais a lei remete à essas normas, sem estabelecê-las de per si — ficariam inaplicáveis.

Por outro lado, no caso das debêntures escriturais, deve-se utilizar, novamente, o art. 74 — que estipula, "(manterá arquivados) — (...) os recibos dos titulares das contas das debêntures escriturais". Portanto, usando-se o sistema da lei, pelo § 1.º do art. 35 tem-se que a transferência da debênture escritural opera-se: pelo lançamento efetuado pela instituição depositária em seus livros, a débito da conta de debêntures do alienante e a crédito da conta de debêntures do adquirente a vista de ordem expressa do vendedor.

Em ambos os casos, para o exercício dos direitos decorrentes da titularidade das debêntures é necessário que a transferência esteja averbada nos livros próprios.

Remuneração — Como já visto, a Lei em vigor é bastante flexível com relação a esse capítulo, permitindo a emissão de debêntures que remunerem os seus titulares com juros — fixos e/ou variáveis — e/ou com participação no resultado do exercício, calculada após a provisão para o imposto de renda — art. 187, inc. VI.

Por expressa referência do § 1.º do art. 54, a debênture poderá ter correção monetária, inclusive com base em variação cambial.

Quanto à correção monetária, estabelece a legislação em vigor — Medida Provisória n. 911, de 21.2.95 — que somente poderá dar-se pela variação do IPC-R (*caput* do art. 27) ou, por ser valor mobiliário, pela Taxa Referencial — TR (§ 5.º, do art. 27). A estipulação que não seja feita por estes índices não tem qualquer efeito (§ 2.º, do art. 27). Além disso, é necessário — para a validade da estipulação — que o reajuste seja anual (art. 28 e § 1.º).

A Taxa de Juros de Longo Prazo — TJLP, criada pela Medida Provisória n. 684, de 31.10.94, apesar de tecnicamente não ser considerada como correção monetária, também pode compor a remuneração das debêntures.

No que se refere à variação cambial, depois de idas e vindas, a atual legislação a permite. A alínea "c", do § 1.º, do art. 27, da Medida Provisória acima referida, ao tratar das exceções à correção por IPC-R, autoriza àquelas tratadas em lei especial. Com isso, já bastaria a menção à variação da taxa cambial contida no parágrafo único do art. 54 da Lei das S.A. para que seja admitida sua utilização.

Como reforço, citamos o art. 6.º, da Lei 8.880, de 27.5.94 — que dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica. Este artigo estabelece que: "É nula de pleno direito a contratação de reajuste à variação cambial, *exceto quando expressamente autorizada por lei federal* (...)" (grifos do autor). É o caso das debêntures.

Prazo, Amortização e Resgate — A Lei não fixa prazo mínimo ou máximo para o vencimento do título. Portanto, pode ser fixado qualquer um, desde que o mesmo conste da escritura de emissão. Usualmente são exigíveis de longo prazo. O diploma em vigor admitiu, inclusive, a debênture sem prazo de vencimento. Neste caso, o vencimento somente ocorrerá no caso de inadimplemento de condições pactuadas — financeiras ou não — ou de dissolução da companhia. Dentro da mesma série, porém, o tratamento deve ser igual para todas as debêntures: o mesmo ou nenhum prazo para todas.

A Lei deu liberdade para a escritura de emissão fixar amortizações parciais, resgates parciais ou totais e aquisição de debêntures.

A diferença é que I) as amortizações reduzem, no percentual estabelecido, o valor nominal de todas as debêntures; II) no resgate parcial, que é feito por sorteio, uma parte das debêntures é retirada de circulação mediante o pagamento de seu preço unitário — PU (valor nominal atualizado + remuneração); e III) a compra é realizada em Bolsa, se houver cotação, por preço inferior ao valor nominal ou fora de Bolsa por valor igual ou inferior ao valor nominal, em qualquer desses casos não é necessário o cancelamento das debêntures adquiridas.

Cupons e bônus de subscrição — Os cupons eram expressamente tratados no § 8.° do art. 44, da Lei 4.728/65. Ela estabelecia, ao se referir às debêntures conversíveis em ações, que o direito de subscrição poderia ser negociado separadamente. A nova Lei não reproduziu tal disposição. Mas, em contrapartida, ao tratar da emissão de bônus de subscrição, citou-os como vantagem adicional aos subscritores de debêntures — art. 77 —, substituindo, portanto, os antigos cupons destacáveis.

O bônus de subscrição, criado pela lei atual e regulamentado pelos arts. 75 a 79, mereceria um escrito a parte.

Simplificadamente, ele é a "securitização" do direito de preferência, ou seja, quem o detém possui o direito de subscrever ações em aumentos de capital, independente de ser sócio da companhia. É negociável livremente.

Ele pode ser utilizado como vantagem adicional tanto na emissão de debêntures conversíveis como na simples. Mas é nestas que se mostra mais atraente.

Ao invés de emitir uma debênture conversível que desaparece obrigatoriamente ao convertê-las em ações, a debênture simples conjugada ao bônus de subscrição dá liberdade ao possuidor de utilizar o bônus para subscrever capital — ou vender o bônus — e permanecer com a debênture que lhe assegura renda fixa.

Não há restrição ao uso de cupons destacáveis — inclusive pela remissão contida no art. 63 — para o recebimento de remuneração convencionada — juros, participação nos lucros, correção monetária etc.

Espécies de garantias — No art. 58, a Lei classificou as espécies de debêntures em função de terem ou não garantias. Portanto, para a Lei, existem as seguintes espécies de debêntures:

a) Debêntures com garantia real — As garantias podem ser constituídas na própria escritura de emissão ou em separado, sendo, inclusive, permitida a constituição progressiva de garantias, uma vez que os bens a serem adquiridos com recursos da emissão podem acrescer às garantias anteriormente prestadas.

b) Debêntures com garantia flutuante — A garantia flutuante assegura privilégio geral sobre o ativo da companhia, sem impedir, entretanto, negociação normal. Da mesma forma, é possível que, em grupos de sociedades — art. 265 —, a garantia seja dada sobre o ativo de duas ou mais sociedades do grupo.

c) Debêntures sem preferência — Sem gozar de preferência, seus titulares equiparam-se aos demais credores comuns ou quirografários.

d) Debêntures subordinadas — Essas preferem apenas aos acionistas.

Independente da espécie, o § 5.° do art. 58 permite que seja estabelecido na escritura de emissão a obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade. Segundo a lei, desde que averbada no registro competente, tal obrigação é oponível a terceiros.

É bom ressaltar que o capítulo garantia está diretamente ligado ao inadimplemento de condições estabelecidas na

escritura de emissão, sendo expressamente facultado ao agente fiduciário, neste caso, promover a execução das garantias reais ou requerer a falência da emissora (art. 68, § 8.º). Neste último caso, obedecendo à classificação dos critérios nas falências, as espécies de debêntures obedeceriam à seguinte ordem de preferência: em quarto, debêntures com garantia real; em quinto, as com garantia flutuante; em sexto, as sem preferência; e em sétimo, as subordinadas.

Pela legislação sobre falência, a primeira preferência é do crédito trabalhista, a segunda do crédito tributário e a terceira das despesas da massa.

Apesar de a Lei ser omissa, as debêntures, como qualquer título de crédito, admitem garantias fidejussórias. O aval é aposto diretamente nos certificados, conforme os princípios dos títulos de crédito. Apesar de estranha aos títulos de crédito, é possível — e até mais comum — a fiança prestada na Escritura de Emissão.

Limite — A legislação brasileira tem vacilado quanto aos limites de emissão de debêntures. O primeiro diploma legal a estabelecer limitações foi a Lei 3.150, de 04 de novembro de 1892, que, em seu art. 32, dispôs que a importância do empréstimo não poderia ser superior ao capital social. Esse limite, baseado no capital social, foi mantido até a criação da Lei 4.728/65, quando foi estabelecido que, nos casos de debêntures com cláusulas de correção monetária, o limite seria o patrimônio líquido da companhia.

A lei atual voltou a determinar que a limitação é o capital social, excetuados os seguintes casos:

1.º) Constituição de garantias reais, próprias ou de debêntures: valor da emissão igual ou inferior a 80% do valor dos bens gravados.

2.º) Garantia Flutuante: total da emissão não superior a 70% do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das dívidas garantidas por direitos reais.

3.º) Emissão de debêntures subordinadas (não há limites).

Conversibilidade em Ações — Segundo o art. 57, as condições de conversibilidade podem ser livremente convencionadas, desde que atendidas as normas legais sobre o seguinte:

a) Bases de conversão — Desde que claramente estabelecidas as bases de conversão, pode ser utilizada qualquer fórmula. Deve ser esclarecido, no entanto, que, qualquer que seja a fórmula, ela deve levar em conta os critérios estabelecidos para o preço de emissão de ações (art. 170) e sua relação com o valor nominal das debêntures.

b) Espécie e Classe — No que se refere à espécie e à classe de ações em que podem ser convertidas, cabe ressaltar que, nos casos de emissão de debêntures conversíveis, o estatuto deve prever a criação de ações preferenciais ou, se for o caso, o aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais. Caso contrário, além da eficácia da medida ficar condicionada à aprovação da classe atingida — art. 136, § 1.º, para permitir a inclusão no estatuto, a aprovação da reforma estatutária ensejaria o direito de retirada de qualquer acionista — art. 137.

c) Prazo ou época para o exercício do direito à conversão — Deve ser levado em conta, no estabelecimento do prazo ou época, se a companhia tem ou não reservas, se pretende ou não capitalizá-las antes da conversão etc.

d) Demais condições — Podem ser estabelecidas, entre outras, cláusulas sobre o desempenho da companhia emitente.

Direito dos acionistas — A nova Lei estabeleceu, como defesa dos acionistas,

o direito de preferência destes nas emissões de debêntures conversíveis em ações — art. 109, IV, 171. Com a ressalva que o art. 172 permitiu — desde que atendidas todas as condições que estabelece — a exclusão do direito de preferência.

Outra defesa é a obrigatoriedade de, nos casos de conversão em ações, a base de cálculo ter que respeitar os requisitos do preço de emissão — art. 57, I e 170, § 1.º. Como defesa de acionistas pode ser considerado, também, o rigor da Lei quanto às formalidades necessárias à emissão, ressaltando-se que a deliberação desta é matéria privada da Assembléia-Geral.

Direito dos Debenturistas — Os debenturistas têm os direitos estabelecidos na Escritura de Emissão e na própria Lei.

Entre estes, por exemplo, está o direito dos titulares de debêntures conversíveis de, reunidos em Assembléia — convocada e realizada nos moldes daquelas de acionistas — aprovar a mudança de objeto da companhia e a criação ou a modificação de ações preferenciais que prejudiquem seus direitos (art. 57, § 2.º).

Há o reconhecimento legal da comunhão de interesses entre os debenturistas, podendo ser considerada — portanto — como sujeito de direitos.

Caberia a pergunta, qual o interesse prático desta afirmativa? A resposta é simples — sem isto não haveria a possibilidade de modificação das condições da emissão ou da série, conforme o caso.

Para exercitar esses direitos, além da assembléia, criou a lei a figura do Agente Fiduciário; obrigatório nas emissões públicas (art. 61, § 1.º) e facultativo nas de natureza particular.

Sua caracterização jurídica é a de um administrador de bens de terceiros. Segundo a Exposição de Motivos que acompanhou a lei, o modelo adotado foi o do *Trustee* do direito anglo-saxão, adaptado a nossa técnica jurídica. Bastante adaptado dir-se-ia, pois o *trustee* pressupõe a transferência fiduciária das debêntures, o que — a despeito da denominação Fiduciário — não ocorre.

As disposições sobre Agente Fiduciário estão contidas nos arts. 66 a 69 e nas Instruções ns. 28/83 e 123/90, ambas da CVM.

Emissão Pública — Uma vez que a debênture consta da enumeração prevista no art. 2.º da Lei 6.385, de 7.12.76, que a alinhou entre os valores mobiliários, sua emissão pública está sujeita às normas do art. 19 dessa Lei. Em vista do art. 21 da mesma Lei, somente companhias abertas registradas na CVM podem emitir debêntures para subscrição pública.

6. Derivativos

Do ponto de vista financeiro, os derivativos são entendidos como aqueles ativos que têm seus preços relacionados a outros preços que lhe são exógenos. São usados tanto para proteger as carteiras de títulos, como para melhorar a rentabilidade e/ou a liquidez dos valores mobiliários.

O que interessa no caso das debêntures é que elas podem ser ativos referenciais para lançamento de opções — de compra ou venda.[2]

As debêntures podem ser utilizadas, também, para lastrear a emissão de *warrants* ou, como são denominadas pela Instrução n. 223, de 10.11.94, da CVM, Opções Não Padronizadas.

[2] Sobre o assunto do ponto de vista financeiro ver artigo Derivativos: Panorama Geral e Possibilidade de Uso pelo Sistema BNDES, da autoria de Henrique Amarante Costa Pinto, no n. 2 da Revista BNDES, dezembro de 1994.

Do ponto de vista jurídico, esses dois tipos de derivativos podem ser conceituados como sendo valores mobiliários que concedem aos seus titulares o direito de exigir de seus emitentes a realização da compra ou venda — conforme o caso, em se tratando de "*warrant*" só a compra — das debêntures previamente definidas, pelo preço preestabelecido.

O exercício desse direito pode ser efetivado durante um determinado prazo ou numa data prefixada, no primeiro caso são conhecidos como americanas e no segundo como européias.

A diferença entre os "*warrants*" e as opções é que estas últimas são padronizadas e sujeitas às regras estabelecidas pelas Bolsas e têm uma data única de exercício; sendo consideradas como mercado secundário. Os "*warrants*" são lançamentos primários e, como o próprio nome diz, não são padronizados, portanto, passíveis de qualquer estipulação.

7. Cédula pignoratícia de debêntures

Como já demonstrado no início, a Cédula Pignoratícia é um excelente meio de instituições financeiras, que detenham debêntures em carteira, mobilizarem recursos sem se desfazerem de ativos que possam representar ganhos adicionais.

A negociação da Cédula Pignoratícia pode ser realizada pelo Sistema Nacional de Debêntures — SND, da ANDIMA.

A emissão é simples e não requer nenhuma formalidade, bastando que a instituição financeira esteja entre os tipos autorizados a emiti-las pelo Banco Central — que é, pelo art. 72, o órgão competente para essa finalidade.

A circular n. 1.967, de 28.5.91, é que contém essa regulamentação. As condições para a emissão de Cédulas Pignoratícias estão fixadas na Resolução n. 1.825, de 28.5.91, do Conselho Monetário Nacional.

Consultada informalmente, a CVM não reconheceu a Cédula Pignoratícia como valor mobiliário. É verdade que ela não consta do elenco de títulos do art. 2.º, da Lei 6.385/76, que — como já mencionado — determina os valores mobiliários.

Como sugestão para a reforma da Lei das S.A., ora em estudo, propõe-se a retirada tanto do termo Pignoratícia da denominação da Cédula quanto da expressão "garantidas pelo penhor de debêntures" constantes do art. 72 da mencionada lei. Essa modificação aumentaria significativamente a flexibilidade da Cédula, tornando sua utilização ainda mais atrativa. Por decorrência, as alíneas "c" e "g" deste mesmo artigo também sofreriam as alterações pertinentes.

Por estar a Cédula na atual legislação umbilicalmente ligada ao penhor, não é permitido ao seu titular a opção de receber as debêntures que a lastreiam como pagamento de seu crédito — ao invés de esperar seu vencimento, uma vez que o art. 765 do Código Civil Brasileiro declara nula qualquer cláusula que permita ao credor ficar com o objeto em garantia.

Caso modificada, a Cédula se assemelharia a um "*warrant*" com a vantagem de que seu titular, enquanto vigesse a Cédula, poderia receber juros, tendo, portanto, as vantagens de compor uma renda fixa com uma variável — caso as debêntures-lastro sejam conversíveis.

A instituição financeira, por sua vez, teria a possibilidade de — caso exercida a opção do titular por ficar com as debêntures — não mais ter os encargos financeiros da Cédula.

As alterações propostas seriam simples, bastando que a Cédula passasse a ter outra denominação como, por exemplo, Cédula Derivada de Debêntures e se trocasse "garantidas pelo penhor" por "lastreada em".

Neste caso, a alínea "g", do art. 72, também sofreria uma modificação para acrescentar a expressão "se for o caso".

Esta mudança não impediria que a debênture, alternativamente, continuasse a ter o penhor como garantia real — tal como as debêntures. Com o penhor sendo uma faculdade, e não uma obrigação, o emitente teria essa possibilidade ao lançar o título. Claro está que, neste caso, haveria a impossibilidade de o titular optar pelas debêntures que lastreiam a Cédula como uma forma de pagamento.

De qualquer forma, ainda que não sofra alteração, a cédula permite que a instituição financeira compatibilize suas aplicações — subscrições de debêntures — com a sua captação — emissão de cédulas.

Essa afirmativa é válida tanto para os encargos quanto para o prazo.

No que se refere a encargos, os juros seriam certamente menores nas cédulas do que nas debêntures que as lastreariam. O "*spread*" se justifica porque, no mais das vezes, o risco da instituição é menor que o do emitente das debêntures.

Quanto ao prazo, não é difícil que sejam semelhantes, devido ao entendimento geral de menor risco e maior liquidez dos títulos emitidos por instituições financeiras.

8. Observações finais

A retomada do processo de desenvolvimento, advindo da estabilização econômica, demandará um volume expressivo de recursos.

A infra-estrutura, por exemplo, além da quantidade de recursos, irá necessitar de fórmulas bastante criativas para sua mobilização — devido às particularidades do setor.

A debênture — como se espera ter demonstrado — é o título que permite a maior criatividade para montagens financeiras.

É ela, por sua flexibilidade, que dá a liberdade necessária para atender tanto às necessidades de quem precisa captar recursos, como os desejos de quem quer aplicá-los.

Quadro das características das emissões registradas no SND/ANDIMA

Os números referem-se, em cada caso, à quantidade de séries.

FORMA		
	ENDOSSÁVEL	274
	ESCRITURAL	76
ESPÉCIES		
	REAIS	48
	FLUTUANTES	138
	QUIROGRAFARIAS	7
	SUBORDINADAS	157
TIPO		
	CONVERSÍVEIS	82
	SIMPLES	268
PAGAMENTO		
	VENCIMENTO	203
	AMORTIZAÇÃO	100
	RESGATE	5
PRAZO		
	5 ANOS	62
	10 ANOS	49
	3 ANOS	40
	INDETERMINADO	45
ATUALIZAÇÃO		
	IGP-M	175
	TR	103
	IPC-R	35
	DÓLAR	20
JUROS		
	12% a.a.	142
	VARIANDO ENTRE 6%/30% a.a.	182

No que se refere à remuneração, existem ainda:

a) 26 que detêm participação nos resultados;

b) 104 que, alternativamente à remuneração fixada, retêm prêmios, dos quais 56 são da taxa divulgada pela ANBID acrescida de 3% a.a.