

Atualidades

DEBÊNTURES SUBORDINADAS COM GARANTIA REAL E FALÊNCIA

GUILHERME RIZZIERI DE GODOY FERREIRA

1. Introdução. 2. Debêntures subordinadas e garantia real. 3. A execução dos créditos decorrentes de debêntures subordinadas. 4. Execução de garantias reais na falência. 5. Conclusão.

1. Introdução

Dentre as formas societárias admitidas no direito brasileiro destacam-se as sociedades anônimas de capital aberto, em razão da capacidade que têm de incrementar suas atividades por meio da captação de recursos no mercado de capitais. Tal captação, como se sabe, é feita por meio da emissão, para distribuição pública, de títulos e valores mobiliários, dentre os quais se incluem as debêntures.

As debêntures são valores mobiliários de emissão exclusiva de sociedades anônimas, representativos de frações de um empréstimo cujos termos e condições — definidos na assembléia geral¹ que deliberar sobre a emissão — constam da correspondente escritura de emissão. Cada debênture representa, assim, um crédito contra a sociedade emissora.

A Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S/A”) faculta à companhia emissora definir, no momento da emissão, se o crédito representado pelas debêntures

gozará ou não de garantias e que ocupará na ordem de preferência em caso de falência ou liquidação da companhia. Nos termos do art. 58 da Lei das S/A, quanto à subordinação a outros créditos ou à presença de garantia, as debêntures podem ser de quatro espécies: (i) com garantia real; (ii) com garantia fluante; (iii) quirográficas; ou (iv) subordinadas, sendo admitida também a acumulação de garantias.

Chamam a atenção, todavia, as denominadas “debêntures subordinadas com garantia real”, criação dos agentes de mercado que, aceita pela Comissão de Valores Mobiliários, acabou consagrada em diversas operações. Questões de relevo se colocam sobre esta espécie de debêntures, inclusive sobre a sua admissibilidade à luz da legislação vigente, tendo em vista que § 4º do art. 58 da Lei das S/A² dispõe que somente as debêntures sem garantia podem ser subordinadas.

Além disso, e apesar de serem escasas, senão inexistentes, as manifestações do Poder Judiciário sobre o assunto, divergên-

1. Em razão das alterações à Lei das S/A trazidas pela Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, nas companhias abertas, a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, pode ser deliberada pelo conselho de administração.

2. Art. 58, § 4º. A debênture que não gozar de garantia poderá conter cláusula de subordinação aos credores quirográficos, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia.

cias existem sobre o tratamento a ser dado aos debenturistas e às garantias na hipótese de sobrevir a falência da emissora. Divergem as opiniões quanto à excussão das garantias e utilização dos recursos resultantes, principalmente quanto à ordem de pagamento dos credores.

Finalmente, uma dúvida geral se coloca quanto às debêntures subordinadas, sobre a possibilidade de cobrança dos valores devidos nos termos da escritura de emissão em ação executiva autônoma, e quanto às subordinadas com garantia real, sobre a possibilidade da excussão da garantia antes da declaração da falência.

2. *Debêntures subordinadas e garantia real*

A Lei das S/A distingue quatro espécies de debêntures, que podem ser: (i) com garantia real; (ii) com garantia fluante; (iii) quirografárias; ou (iv) subordinadas. E o enquadramento da debênture em uma espécie não excluiria, em princípio, a possibilidade de seu enquadramento em outra, já que o legislador utilizou o operador lógico “ou” em sua modalidade conjuntiva, como se depreende do disposto no § 2º do art. 58 da Lei das S/A.³

Interessa-nos, por hora, a espécie subordinada, inovação trazida pela Lei das S/A em relação ao regime do Decreto 177-A, de 1893, que autorizava apenas a emissão de debêntures com garantia fluante, acrescida ou não da garantia real. Esta espécie de debêntures criou uma nova categoria de crédito no direito nacional, não prevista inclusive na Lei de Falências: o crédito subquirografário ou subordinado, que prefere apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia.

Trata-se, portanto, do crédito mais ordinário do ponto de vista do direito concursal, pois somente será pago, em caso de

quebra, após a quitação de todas as demais obrigações da companhia falida. Com efeito, há autores que negam a própria natureza creditória dos direitos que decorrem das debêntures subordinadas, comparando-os ao direito dos acionistas de receberem o saldo do ativo social após a liquidação: “Ficam aqueles desvalidos debenturistas [titulares de debêntures subordinadas] equiparados aos acionistas que, na realidade, não tem qualquer direito de crédito, mas apenas de partilha sobre o espólio da sociedade, no caso da liquidação. Os acionistas não são credores para nenhum efeito. Ainda bem que a Lei de Falências, por força de recentes alterações no Código de Processo Civil, restaurou expressamente o direito dos debenturistas de requererem a falência da companhia emissora, como de resto já o aceitava, sem discussão, a jurisprudência. É o único direito que caberá a estes debenturistas párias. Retira-lhes a lei qualquer direito de recebimento em execução pela preferência de ordem acima referida”.⁴

A fragilidade da posição dos debenturistas subordinados é comumente mitigada pela assunção, por parte da companhia emissora, de obrigação de não alienar ou onerar bens do seu ativo, devendo fazer constar a restrição do registro de propriedade de tais bens.⁵ Ou pela inclusão de cláusula de garantia real.

Neste último caso, uma primeira questão a ser abordada é a própria possibilidade de serem emitidas debêntures subordinadas com garantia real, uma vez que a Lei das S/A dispõe que pode conter cláusula de subordinação aos credores quirografários “a debênture que não gozar de garantia”.

A interpretação direta do texto legal não autoriza um entendimento favorável a

4. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 1, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 1997, p. 571.

5. Alfredo Lamy Filho, *A Lei das S/A*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar, 1996, p. 232.

3. Art. 58, § 2º. As garantias poderão ser constituídas cumulativamente.

esta tese. Mas uma interpretação que considere os objetivos do legislador e sua preocupação em proteger o mercado de capitais e a poupança popular parece poder.

A Lei das S/A, como um todo, tem premente a proteção aos investidores que adquirem valores mobiliários no mercado, sejam eles acionistas, debenturistas ou titulares de quaisquer outros valores de emissão das sociedades por ações. Limita-se a capacidade das companhias de captarem recursos no mercado quando estas atingem um grau excessivo de alavancagem e sem manter a proporção entre os recursos próprios e os de terceiros,⁶ não quando o fazem com o oferecimento de bastantes garantias.

Desta forma, parece não haver justificativa para impedir que a companhia emissora, por ato de vontade, outorgue garantias adicionais aos titulares de suas debêntures, ainda que estes tenham concordado em subordinar o recebimento de seus créditos ao pagamento dos credores quirográficos, em caso de liquidação.⁷ Aplica-se, todavia, o limite previsto para as emissões de debêntures com garantia real, de 80% do valor dos bens gravados, para que os debenturistas não sejam induzidos a acreditar que gozam da segurança da garantia real quando esta não oferece lastro suficiente para o pagamento da dívida.

Vale ressaltar que a outorga de garantia real em nada se confunde com a assunção, pela companhia emissora, da obrigação de não alienar ou onerar certos bens de seu ativo. Direito real de garantia é o que "confere ao seu titular o privilégio de obter o pagamento de uma dívida com o valor de um bem aplicado exclusivamente à sua sa-

tisfação",⁸ ou seja, é o direito do credor de utilizar, sozinho, o produto da alienação ou renda do bem dado em garantia para receber seu crédito.

Não é esta a situação dos debenturistas que se valem do § 5º do art. 58 da Lei das S/A em emissão de debêntures subordinada. Não têm eles o direito de utilizar o produto dos bens gravados para serem pagos, apenas o de exigir que não sejam os mesmos alienados ou onerados.

3. A execução dos créditos decorrentes de debêntures subordinadas

Independentemente das eventuais garantias ou proteções que gozem os titulares de debêntures subordinadas, convém entender como farão valer seus direitos em caso de inadimplemento, pela companhia emissora, das obrigações assumidas na escritura de emissão.

Parte importante da doutrina entende que somente poderão os titulares das debêntures subordinadas ser pagos "depois de pagos os outros credores, ou mediante a concordância destes".⁹ Tais debenturistas teriam um direito de crédito eventual, semelhante ao do acionista, e ser-lhes-ia vedado cobrar seus créditos mediante ação de execução contra devedor solvente pois tal procedimento desrespeitaria a ordem de preferência estabelecida na Lei das S/A.¹⁰

Este entendimento não encontra guarida no sistema jurídico pátrio. Aliás, parece que o mesmo decorre, justamente, da aplicação, a nosso ver equivocada, das regras da *subordinated debenture* do direito anglo-saxão.

De fato, nos sistemas de *common law*, subordinar um crédito a outro significa que, na ocorrência de determinados eventos,

8. Orlando Gomes, *Direitos Reais*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 270.

9. Wilson de Souza Campos Batalha, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 1, Rio de Janeiro, Forense, 1977, p. 366.

10. Modesto Carvalhosa, ob. cit., p. 571.

6. Nesse sentido a proibição de realizar novos aumentos de capital antes de realizados três quartos, no mínimo, do capital social, ou a limitação das emissões de debêntures ao valor do capital social ou do patrimônio líquido.

7. Este é, também, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, que tem autorizado, sem maiores questionamentos, a emissão de debêntures subordinadas com garantia real.

denominados *subordination events*, fica o devedor proibido de pagar quaisquer valores ao credor subordinado, que também não pode recebê-los enquanto o crédito subordinador não for pago.

Todavia, o grau de subordinação é livremente acordado entre o credor e o devedor (ou é previsto no momento da constituição do débito, *ab initio*). Assim, a subordinação pode ser completa, isto é, o débito subordinado não pode ser pago até a quitação do crédito subordinador ou, num extremo oposto, aplicável somente em caso de falência do devedor,¹¹ sendo este o *event of subordination*.

É este último caso o previsto no direito pátrio. A Lei das S/A delimita, desde o início, o grau de subordinação das debêntures, esclarecendo que é aplicável somente na hipótese de liquidação da companhia emissora. E também não há que se falar em subversão da ordem de preferência do direito concursal¹² quando a companhia paga os debenturistas, caso contrário crédito algum poderia ser pago enquanto houvesse outros créditos privilegiados pendentes, o que inviabilizaria o funcionamento das companhias.

É possível, portanto, o pagamento das debêntures subordinadas ainda que a companhia possua outros credores. E faculta aos debenturistas, se assim os aprovou, cobrar eventuais importâncias devidas por meio da ação executiva, já que as debêntures são, nos termos do art. 585, inc. I do Código de Processo Civil, títulos executivos extrajudiciais.

4. Execução de garantias reais na falência

A falência é o procedimento judicial mediante o qual se confrontam, num mesmo processo, um devedor em situação eco-

nômica que lhe impede de honrar pontualmente a totalidade de suas obrigações e todos os seus credores. Trata-se, portanto, de procedimento concursal e universal de execução, visando à satisfação, na maior medida possível, da totalidade das obrigações do devedor comerciante ou, modernamente, da empresa, enquanto unidade organizada para a atividade econômica.

Sendo um procedimento de execução, a falência é meio de satisfazer coativamente o direito dos credores, e realiza-se por meio da transferência de bens do patrimônio do devedor para os dos credores no tanto que baste para solverem-se as dívidas. Realiza-se tal transferência por meio da apreensão dos bens do devedor que, em hasta pública, se convertem em dinheiro, destinado a recompor o patrimônio dos credores lesados pelo inadimplemento.¹³

O pagamento dos credores, contudo, observa uma ordem prevista em lei, primordialmente no Decreto-lei 7.661, de 21 de junho de 1945 ("Lei de Falências"), mas também na Consolidação das Leis do Trabalho, no Código Tributário Nacional e em outras leis extravagantes.¹⁴

Apesar da acirrada discussão doutrinária existente quanto à classificação de determinados créditos (muitas vezes até por divergências quanto à sua natureza, como é o caso das indenizações trabalhistas), é aceita, *grosso modo*, a seguinte classificação:

- (i) créditos trabalhistas;
- (ii) créditos tributários e semelhantes;
- (iii) créditos por encargos da massa;
- (iv) créditos por dívidas da massa;
- (v) créditos com direitos reais de garantia;
- (vi) créditos com privilégio especial;

13. Darcy Bessone, *Instituições de Direito Falimentar*, São Paulo, Saraiva, 1995, p. 7.

14. A própria Lei das S/A introduziu nova classe de créditos, ao permitir a subordinação dos debenturistas aos credores quirografários, quando prevista na escritura de emissão.

11. Reade Ryan Jr. e outros, *Subordination of Debt*.

12. V. item 4, abaixo, "Execução de garantias reais na falência".

- (vii) créditos com privilégio geral;
- (viii) créditos quirografários;¹⁵ e
- (ix) créditos decorrentes de debêntures subordinadas.

Os credores são classificados conforme a natureza de seus créditos e não podem os de uma classe ser pagos até que todos os demais credores de classes que figurem em posição superior na ordem legal o sejam. Porém, dentro de uma mesma classe, concorrem os credores na proporção do valor de seus créditos, de acordo com o princípio da *par conditio creditorum*.

Os direitos de prelação dos credores, que determinam a ordem de pagamento de seus créditos, podem decorrer de privilégios ou de preferências. A rigor, os privilégios são direitos de prelação conferidos por lei a certos créditos, ao passo que as preferências decorrem de atos de vontade.

Os direitos reais de garantia são uma preferência, que decorre de um acordo expresso entre contratantes e aferra-se à coisa, acompanhando-a onde quer que esteja pois, segundo reza o art. 755 do Código Civil atualmente em vigor, “nas dívidas garantidas por penhor, anticrese ou hipoteca, a coisa dada em garantia fica sujeita, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação”.

Todavia, a força preferencial dos direitos reais de garantia, provinda do direito romano, foi cedendo terreno em face de créditos de outra natureza, como os créditos do erário público e os trabalhistas,¹⁶ bem como as dívidas e encargos da massa falida. Permaneceu, contudo, o vínculo da coisa com a dívida, tanto que cada credor goza de preferência somente até o limite da respectiva garantia.

Assim, antes da promulgação da Lei das S/A, todos os credores titulares de créditos com direitos reais de garantia, “uma

vez atendidos os superprivilégios dos trabalhadores e da Fazenda Pública e uma vez descontadas as custas e despesas de arrecadação, administração, venda, depósito ou comissão do síndico [e as dívidas e encargos da massa]”, recebiam o produto dos bens que lhes asseguravam o pagamento, até o limite de tais bens.¹⁷ E, se “não forem satisfeitos pelo produto dos bens gravados, concorrerão pelo saldo como quirografários, independentemente de qualquer requerimento ou outra providência”.¹⁸

No entanto, apesar de ainda aplicar-se aos credores com garantia real em geral, tal procedimento não se aplica no caso dos credores titulares de debêntures subordinadas, ainda que gozem de garantia real. No caso destes, duas situações seriam possíveis, que examinaremos a seguir:

Por analogia, poder-se-ia supor que os debenturistas subordinados que gozassem de garantia real receberiam tratamento idêntico ao dos demais credores garantidos, adequando-se apenas o tratamento a ser dado ao saldo remanescente após a execução da garantia, se houver. Assim, os debenturistas receberiam o produto da garantia real juntamente com os demais credores que gozassem deste privilégio e, em havendo saldo, o receberiam somente depois de pagos os credores quirografários.

Esta mecânica desrespeitaria, contudo, o instituto da subordinação, conforme previsto na Lei das S/A. Como vimos acima, nos termos do art. do § 4º do art. 58 daquele diploma, a liquidação da companhia emissora das debêntures é o *event of subordination* por excelência e, como tal, sua simples ocorrência impede os titulares do crédito subordinado de receberem quaisquer pagamentos antes da quitação dos *senior credits*, os créditos em relação aos quais há subordinação.

15. Nelson Abrão, *Curso de Direito Falimentar*, 5ª ed., São Paulo, Ed. Universitária de Direito, 1997, pp. 247 a 260.

16. Rubens Requião, *Curso de Direito Falimentar*, 6ª ed., São Paulo, Saraiva, 1981, p. 288.

17. Wilson de Souza Campos Batalha e Sílvia Marina Lebate Batalha, *Falências e Concordatas — Comentários à Lei de Falências*, 2ª ed., São Paulo, LTr, 1996, p. 628.

18. Idem, *ibidem*.

Dessa forma, na ocorrência da falência, incidirá a cláusula de subordinação e ficará a garantia real prejudicada até o pagamento dos *senior credits*, devendo os bens gravados integrar a massa a ser liquidada. Somente assim efetivar-se-á a subordinação do crédito do debenturista, pois a garantia a que tinha direito será utilizada em benefício dos credores mais privilegiados.

Após o pagamento dos *senior credits*, os titulares das debêntures subordinadas com garantia real terão, até o limite dos bens gravados, preferência sobre outros debenturistas subordinados que não tenham tais garantias, concorrendo com estes pelo saldo caso o crédito exceda o valor dos bens onerados. E, por força de lei, terão todos os debenturistas privilégio sobre os acionistas da companhia no recebimento do ativo remanescente, se houver.

5. Conclusão

Como vimos, apesar do disposto no § 4º do art. 58 da Lei das S/A, a interpretação sistemática da mesma lei não nos autoriza a impedir que as debêntures subordinadas gozem de garantia real, tendo em vista a autonomia da vontade da companhia emissora e a proteção adicional que tal prática proporciona aos investidores. Nesse caso, contudo, haverá que se observar, para a emissão, o limite mais rígido previsto no diploma, qual seja, o das emissões de de-

bêntures com garantia real, de 80% do valor dos bens gravados.

Numa tal emissão, o crédito dos titulares das debêntures poderá ser cobrado ainda que a companhia emissora possua outros credores o que, em geral, faz-se regra. Tal cobrança se faz por meio da propositura de ação executiva em caso de *default* e, no curso da referida ação, poderá e deverá o agente fiduciário, a quem cabe a legitimidade processual, executar as garantias conferidas como forma de satisfazer o crédito dos debenturistas.

Haverá, contudo, subordinação a todas as demais dívidas caso sobrevenha esse o evento de subordinação previsto na Lei das S/A, qual seja, a liquidação da companhia emissora. Nesse caso, incidirá a cláusula de subordinação e ficará a garantia real prejudicada até o pagamento dos demais credores sociais, devendo os bens gravados nos termos da escritura de emissão integrar a massa a ser liquidada.

Pagos os credores quirografários e remanescendo parte do ativo social, os titulares das debêntures subordinadas com garantia real terão, até o limite dos bens gravados, preferência sobre outros debenturistas subordinados que não tenham tais garantias, concorrendo com estes pelo saldo caso o crédito exceda o valor dos bens onerados. No recebimento do restante do ativo, se houver, terão privilégio sobre os acionistas todos os debenturistas subordinados, tenham ou não garantia real.