

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC/SP

Thales Janguê Silva Diniz

**Emissão de debêntures por sociedade limitada:
pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**

Mestrado em Direito

SÃO PAULO

2021

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

PUC/SP

Thales Janguê Silva Diniz

**Emissão de debêntures por sociedade limitada:
pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**

Mestrado em Direito

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Núcleo de Direito Comercial, do Programa de Estudos Pós-Graduados da PUC/SP, sob a orientação do Prof. Dr. Marcelo Guedes Nunes.

SÃO PAULO

2021

Banca examinadora

Para meus pais.

AGRADECIMENTOS

Escrever uma dissertação de mestrado é, sem dúvidas, um grande desafio. Lembro-me do que meu pai me contou uma vez sobre seu professor no mestrado da Faculdade de Direito do Recife, Cláudio Souto, pioneiro da Sociologia do Direito no Brasil, quando ele estava no início de sua carreira acadêmica e ainda receoso em mostrar alguns de seus escritos jurídicos. O professor Cláudio chegou a ele e disse: “meu filho, toda linha escrita tem seu valor”. Então, escutando essas palavras de incentivo de meu pai que recebera de seu mestre, comecei a escrever este trabalho e que, certamente, sem as pessoas aqui presentes, tanto esta dissertação quanto a jornada do mestrado não seriam possíveis.

Ao meu querido pai, meu primeiro professor, Doutor José Janguê Bezerra Diniz, grande jurista, empreendedor e ser humano, por ter me passado o amor pelo Direito e a importância do estudo, dedicação e trabalho duro em qualquer área da vida.

A minha querida mãe, minha primeira professora, Sandra Cristina Lourette Janguê, educadora, empreendedora, e, acima de tudo, ser humano, por ter me ensinado que, nesta vida, o que vale é o respeito, o amor e a integridade.

Ao meu estimado orientador, professor Doutor Marcelo Guedes Nunes, por toda paciência e competente e exemplar orientação, sempre segura e disponível ao longo de minha trajetória no decorrer do mestrado.

Ao amigo e professor, Doutor Ivanildo Figueiredo, pela orientação que nunca acaba.

Ao amigo e professor, Doutor João Maurício Adeodato, pela orientação jurídica, filosófica, musical e sobre a vida que também nunca acaba.

Aos professores, Doutor Pedro A. L. Rammuno e Doutor Evandro F. de Pontes, pela contínua orientação após a conclusão do LL.M em Direito Societário do Insper/SP.

A Joamir Romitti Alves, Carlos Mercante, Guilherme Amorim, Pedro Asseis e Guilherme Monteiro, ex-colegas de escritório, do qual tive honra de trabalhar, e exímios advogados.

Ao amigo Leonardo Barros C. de Araújo, grande comercialista e advogado.

Ao amigo e grande tributarista e advogado Diógenes Teófilo de Jesus, amizade que começou nas aulas de Filosofia do Direito do mestrado da PUC/SP e, com certeza ,será para toda a vida.

Por fim, não posso deixar de consignar minha imensurável gratidão a todos os professores da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, na qual tive aula no curso de mestrado em Direito: Clarice Von Oerzten de Araujo, Pedro Estevam Alves Pinto Serrano, Maria Eugênia Finkelstein, Marcus Elidius M. de Almeida, Marcelo Guedes Nunes, Marcelo Barbosa Sacramone. Agradeço a todos esses professores pelos ensinamentos que foram passados no decorrer do curso.

RESUMO

DINIZ, Thales Janguiê Silva. *Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica*. 2021. 208 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2021.

Este trabalho tem como objetivo analisar e demonstrar a viabilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas, considerando que as debêntures são títulos de financiamento que as sociedades anônimas utilizam para manter e expandir sua atividade empresarial. As sociedades limitadas, todavia, que representam 98% dos tipos societários existentes na economia brasileira, não podem emitir debêntures, por ausência de previsão legal, visto que a legislação reserva essa faculdade, apenas, às sociedades anônimas. A pesquisa ora desenvolvida procura analisar e explorar o atual regime jurídico da sociedade limitada e suas características no ordenamento jurídico brasileiro, tratando de temas relevantes e controversos relativos a esse tipo societário porque regulado não pela legislação comercial, mas pelo Código Civil. O estudo pretende demonstrar que as debêntures, que são títulos societários que as companhias têm à disposição para se financiar no mercado, por sua natureza e estrutura jurídica, poderiam ser emitidas também pelas sociedades limitadas, de modo assemelhado às emitidas pelas companhias fechadas, com as quais guardam características semelhantes. Considerando que a legislação societária e do mercado de títulos e valores mobiliários não deveria restringir a flexibilidade de novos negócios e formas jurídicas, como assim vem demonstrando a experiência, este trabalho desafia o conservadorismo das formas para, em razão das necessidades e das demandas por novas fontes de financiamento para as empresas de médio e grande porte, que adotam o modelo da sociedade limitada, demonstrar não apenas a necessidade mas também a viabilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas, por equiparação às companhias fechadas. A conclusão da pesquisa será orientada para a análise dos pressupostos e exigências necessárias para a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas brasileiras, com base nas normas da Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras-Chave: Direito societário; Sociedade limitada; Sociedade anônima; Debêntures; Emissão de debêntures pela sociedade limitada.

ABSTRACT

DINIZ, Thales Janguié Silva. *Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica*. 2021. 208 p. Dissertation (Master) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2021.

This work aims to analyze and demonstrate the feasibility of issuing debentures by limited liability companies, considering that debentures are financing securities that corporations use to maintain and expand their business activity. Limited companies, however, which represent 98% of the corporate types existing in the Brazilian economy, cannot issue debentures, due to the absence of a legal provision, as the legislation reserves this option only to corporations. The research carried out here seeks to analyze and explore the current legal regime of the limited liability company and its characteristics in the Brazilian legal system, dealing with relevant and controversial issues related to this type of company because it is regulated not by commercial legislation, but by the Civil Code. The study intends to demonstrate that the debentures, which are corporate bonds that companies have at their disposal to finance themselves in the market, due to their nature and legal structure, could also be issued by limited liability companies, similarly to those issued by joint-stock companies, with the which keep similar characteristics. Considering that corporate legislation and the securities market should not restrict the flexibility of new businesses and legal forms, as experience has shown, this work challenges the conservatism of forms to, due to the needs and demands for new Financing sources for medium and large companies, which adopt the limited partnership model, demonstrate not only the need but also the feasibility of issuing debentures by limited liability companies, on a par with joint-stock companies. The conclusion of the research will be guided by the analysis of the necessary assumptions and requirements for the issuance of debentures by Brazilian limited liability companies, based on the rules of the Brazilian Securities Commission.

Keywords: Corporate law; Private limited company; Joint-stock company; Debentures; Issuance of debentures by the limited liability company.

ABREVIATURAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão (antiga BM&F Bovespa)
Código Civil	Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DREI	Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração
EIRELI	Empresa Individual de Responsabilidade Limitada
GmbH	<i>Gesellschaft Mit Beschränkter Haftung</i> (Sociedade Limitada alemã)
ICVM	Instrução CVM
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta pública de ações)
JUCESP	Junta Comercial do Estado de São Paulo
JUCERJA	Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro
LSA	Lei das Sociedades por Ações (“Lei das S.A.”) Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976
REsp	Recurso Especial
STJ	Superior Tribunal de Justiça
TRF	Tribunal Regional Federal

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
2. A SOCIEDADE LIMITADA SEGUNDO O REGIME DO CÓDIGO CIVIL DE 2002 ..	16
2.1 A sociedade limitada como tipo societário dominante	16
2.1.1 Realidade dos tipos societários nas estatísticas do Registro de Empresas.....	21
2.1.2 A liberdade para definição do modelo e criação de sociedades no direito brasileiro.....	24
2.1.3 Características jurídicas e econômicas da sociedade limitada no Brasil.....	29
2.1.4 As sociedades limitadas de grande porte	36
2.1.5 Elementos comuns entre a sociedade limitada e a sociedade anônima fechada	41
2.2 O regime do capital e dos sócios da sociedade limitada no Código Civil de 2002 ..	45
2.2.1 O contrato social e o caráter personalista dos sócios na sociedade limitada ..	47
2.2.2 Estrutura do capital e sua divisão em quotas	48
2.2.3 Tipos e espécies de quotas reguladas no Código Civil	49
2.3 Regulação originária e supletiva da sociedade limitada	51
2.3.1 Controvérsias acerca da regência das sociedades simples	52
2.3.2 A regência supletiva das limitadas pela Lei das Sociedades Anônimas	55
2.4 Proximidade dos institutos e relações societárias entre a limitada e a S.A.....	57
2.4.1 Características do vínculo para ingresso e retirada de sócios	57
2.4.2 Possibilidade de criação e emissão de quotas preferenciais.....	65
2.4.3 Exercício do direito de preferência dos sócios e acionistas	69
2.4.4 Funcionamento e instalação de conselho de administração.....	72
2.4.5 Emissão de valores mobiliários.....	75
3. AS DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA	77
3.1 As debêntures como título societário próprio	77
3.2 Financiamento da empresa por meio da emissão de debêntures.....	82
3.3 Características das debêntures	86
3.3.1 Debêntures nominativas e escriturais.....	94
3.3.2 Emissão pública e emissão privada.....	95
3.3.3 Título de crédito abstrato	99
3.3.4 Títulos correlatos às debêntures	102
3.3.4.1 Notas promissórias comerciais ou <i>commercial paper</i>	102

3.3.4.2	Partes beneficiárias.....	105
3.3.4.3	Cédulas de debêntures.....	107
3.4	Disciplina jurídica da emissão de debêntures e dos títulos e valores mobiliários ...	109
3.4.1	Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404/1976	109
3.4.2	Lei do Mercado de Capitais – Lei 4.728/1965.....	111
3.4.3	Lei do Mercado de Valores Mobiliários – Lei 6.385/1976.....	112
3.4.4	Instrução CVM 476/2009.....	114
4.	DA POSSIBILIDADE JURÍDICA PARA A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADE LIMITADA	117
4.1	Necessidade e justificção econômica para a emissão de debêntures por sociedade limitada e por companhia fechada	117
4.2	Possibilidade técnica para a emissão de debêntures por sociedade limitada	122
4.2.1	Requisitos para autorização de emissão de debêntures pela CVM	123
4.2.2	Razões para o indeferimento do registro de emissão de debêntures.....	124
4.2.3	Autonomia privada e direito de acesso ao mercado de valores mobiliários .	125
4.3	Argumentos da jurisprudência administrativa contrária à emissão de debêntures por sociedade limitada	129
4.3.1	Decisões das Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro.....	129
4.3.2	Pareceres e decisões da Comissão de Valores Mobiliários.....	131
4.4	Projetos de lei prevendo a emissão de debêntures por sociedade limitada.....	131
4.5	Fundamentos doutrinários favoráveis à emissão de debêntures por sociedade limitada.....	134
4.5.1	O princípio geral de liberdade da Constituição da República.....	144
4.5.2	A Lei 13.874/2019 de Declaração de Direitos de Liberdade Econômica	145
4.5.3	Cumprimento das normas de ordem pública.....	147
4.5.4	A teoria da equiparação dos tipos societários	148
5.	PRESSUPOSTOS E EXIGÊNCIAS PARA A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADE LIMITADA	152
5.1	Porte da empresa e laudo de viabilidade econômica.....	152
5.2	Submissão às normas de contabilidade das S.A. e auditoria externa.....	153
5.3	Garantia real das debêntures sobre ativos da emissora	158
5.4	Criação de classe especial de quotas para a conversibilidade das debêntures	162
5.5	Agente fiduciário dos debenturistas	164
5.6	Uso dos procedimentos da Instrução CVM 480/2009	168
5.7	O novo regime jurídico das notas comerciais instituído pela Lei 14.195/2021	170
5.8	<i>Disclosure, compliance</i> e transparência de informações aos debenturistas.....	173

5.9 Emissão de debêntures com esforços restritos por companhias fechadas	176
5.10 Emissão de debêntures por sociedade limitada no direito estrangeiro.....	178
6. CONCLUSÕES.....	187
REFERÊNCIAS	197

1 INTRODUÇÃO

Esta pesquisa pretende demonstrar a possibilidade jurídica e a compatibilidade econômica para a emissão de debêntures por sociedades limitadas.

A atividade empresarial exercida por meio de sociedades sempre se apresentou como uma alternativa para as pessoas que querem empreender devido à mitigação do risco, na maioria das vezes, com outras pessoas, e pela possibilidade de não ter seu patrimônio pessoal comprometido por possíveis erros e fracassos na condução dos negócios. No Brasil, entre os tipos societários disponíveis para o exercício de uma empresa, a sociedade limitada é o tipo dominante, em razão de suas características em relação à responsabilidade dos sócios e de estrutura voltada para a atividade empresarial.

Esse tipo societário, antes denominado sociedade por quotas de responsabilidade limitada, foi introduzido no direito brasileiro pelo Decreto 3.708/1919, e tinha como objetivo servir os comerciantes que não queriam se valer da estrutura robusta e burocrática das sociedades anônimas, mas necessitavam da limitação de responsabilidade, característica inerente das companhias. Após 83 anos em vigor, o decreto que estabelecia o regime jurídico das limitadas foi revogado, dando lugar a uma nova legislação para esse tipo de sociedade empresária, que foi considerada mais completa em relação à legislação anterior e trouxe novas características que as aproximaram das sociedades de capitais.

Segundo as estatísticas do Sistema de Registro de Empresas, entre o ano de 2003, época em que entrou em vigor o vigente Código Civil (Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002), legislação em que se encontra o novo regime jurídico das sociedades limitadas, e janeiro de 2021, foram criadas mais de cinco milhões de sociedades limitadas e apenas 176.541 sociedades anônimas, segundo tipo societário mais utilizado.¹ Também é necessário destacar que esse número continua a crescer, pois as limitadas se apresentam tanto como uma estrutura societária voltada para as pequenas e médias empresas, como também para as grandes corporações que a utilizam com a regência supletiva de suas normas pela Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, “Lei das S.A.”).

A partir da regência suplementar, possibilitou-se a criação de estruturas e institutos similares as das companhias, como, por exemplo, conselho de administração, acordo de

¹ GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas. Disponível em: <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapa-de-empresas>. Acesso em: 14 abr. 2021.

sócios, fiscalização da administração por meio de um conselho fiscal, reunião ou assembleia de sócios, bem como a possibilidade de criação de quotas preferenciais. Diante disso, questões e controvérsias sobre a compatibilidade desses institutos típicos das sociedades anônimas nesse tipo societário começaram a se formar, tais como, a possibilidade de a sociedade ter quotas diferenciadas nos mesmos moldes das ações preferenciais ou emitirem títulos societários de dívida para o financiamento da sociedade.

Esses títulos de endividamento, conhecidos como debêntures, apresentam-se como um instrumento que as companhias possuem para financiar sua atividade empresarial por meio de emissão pública no mercado de capitais, ou por emissão privada, direcionada a um número restrito de investidores. De acordo com dados da ANBIMA, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, entidade responsável por definir boas práticas para as empresas desse setor, o volume de emissões de debêntures entre janeiro e março de 2021, praticamente dobrou em relação ao mesmo período do ano anterior, passando de R\$ 16,8 bilhões de reais para R\$ 31 bilhões, representando 26,9% do total de títulos emitidos no mercado de capitais brasileiro, parcela superada apenas pelas ofertas públicas iniciais de ações (“IPOs”).²

Apesar de esse modo de financiamento, em voga pelo uso de grandes empresas e por empreendimentos menores constituídos na forma de sociedades anônimas de capital fechado, mostrar-se como uma boa alternativa para a sociedade empresária custear sua atividade, em regra, e para parte da doutrina empresarial, apenas as companhias podem emitir tais títulos. Não obstante essa posição, entendemos pela possibilidade e compatibilidade de emissão de debêntures também nas sociedades limitadas, que são regidas supletivamente pela Lei das S.A. e possuem estruturas robustas capazes de suportar a emissão de tais títulos.

Dessarte, este trabalho pretende contribuir para a doutrina empresarial societária no sentido de analisar a possibilidade e a compatibilidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas. Pretende-se examinar em seu segundo capítulo a evolução e características desse tipo societário, seu atual regramento jurídico presente no Código Civil de 2002, as proximidades dos institutos e relações societárias com as companhias, bem como os temas controversos que se apresentaram após o surgimento de seu novo regramento.

² ANBIMA. Volume de emissões no mercado de capitais é o maior dos últimos dez anos para um primeiro trimestre. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/volume-de-emissoes-no-mercado-de-capitais-e-o-maior-dos-ultimos-dez-anos-para-um-primeiro-trimestre-8A2AB28878704C6F0178CDA074CA0F8B-00.htm. Acesso em: 14 abr. 2021.

No terceiro capítulo, será estudado como as debêntures se apresentam como título societário próprio para o financiamento da empresa, sendo analisados sua estrutura e natureza jurídica, suas características, os títulos correlatos e as legislações de regramento para sua criação e emissão.

O quarto capítulo se inicia expondo a necessidade e justificação econômica para a emissão de debêntures nas sociedades limitadas, demonstrando também os argumentos da doutrina contrários à emissão. A partir disso, será examinada a possibilidade técnica para a criação desse título nas limitadas, sendo analisado os requisitos legais para a autorização da emissão, as razões para indeferimento e a relação entre a autonomia privada e o direito de acesso ao mercado de valores mobiliários. A seguir, serão expostos os argumentos da jurisprudência administrativa contrários à emissão, como os das juntas comerciais que já analisaram o tema, e dos órgãos reguladores do mercado de capitais. Também serão demonstrados os projetos de lei que tratam da matéria para, em seguida, na conclusão do capítulo, serem expostos os argumentos doutrinários favoráveis para emissão de debêntures nas sociedades limitadas.

No quinto capítulo, serão apresentados os pressupostos e exigências necessárias para a emissão de debêntures nas limitadas como, por exemplo, viabilidade econômica para a emissão, a necessidade de estruturas similares às companhias e a adequação a certos procedimentos e questões de divulgação, *compliance* e transparência de informações para os debenturistas desse tipo societário.

O método utilizado neste trabalho foi o bibliográfico, mediante pesquisas doutrinária e jurisprudencial sobre sociedades empresárias e o mercado de capitais, e o estatístico, a partir da análise de dados dos registros de empresas. Também serão estudados casos de emissão de debêntures com esforços restritos por companhias fechadas, tipo societário que se assemelha às sociedades limitadas.

As investigações e análises que serão feitas no decorrer dos capítulos terão por objetivo demonstrar a possibilidade e a compatibilidade econômica para a criação e emissão de debêntures nas sociedades limitadas pois, entendemos ser o tema de atual relevância no direito empresarial pátrio devido a grande quantidade de empresas que se revestem desse tipo de sociedade e o contínuo crescimento do mercado de capitais brasileiro. Assim, essa é nossa contribuição para a doutrina empresarial sobre o tema.

2 A SOCIEDADE LIMITADA SEGUNDO O REGIME DO CÓDIGO CIVIL DE 2002

2.1 A sociedade limitada como tipo societário dominante

As sociedades,³ como fenômeno jurídico atual, são consideradas importantes instrumentos legais ao fomento empresarial e do empreendedorismo e ao desenvolvimento da economia.⁴ Sua relevância deve-se pelo tipo de organização e facilidade que esse instituto disponibiliza para as pessoas organizarem seus negócios, e pela grande quantidade de empresas que se organizam dessa forma no mundo.

Entre os dois tipos societários voltados à atividade empresarial mais utilizados em nosso ordenamento jurídico, destacam-se a sociedade anônima e a sociedade limitada, sendo este último o mais utilizado pelos empreendedores⁵ devido à limitação da responsabilidade dos sócios e pela dispensa, na maioria das vezes, de estruturas empresariais mais robustas como, por exemplo, a necessidade de uma diretoria com vários executivos, um conselho de administração ou a imposição de divulgação de resultados financeiros ao público.

Por ser esse tipo societário o dominante em nosso ordenamento, torna-se imprescindível a necessidade de constantes melhorias nas legislações que tratam do tema, tal como, uma reforma legislativa para regulamentar a emissão de valores mobiliários, como debêntures, por esse ente societário, objeto deste estudo. Dessarte, para se entender como esse tipo societário se desenvolveu até os tempos hodiernos, em que há a necessidade de permitir e

³ Para Alfredo de Assis Gonçalves Neto pode-se classificar uma sociedade como: “um negócio jurídico que tem por propósito criar um novo sujeito de direito, distinto das pessoas (ou da pessoa) que o ajustam, capaz de direito e de obrigações na ordem civil, para facilitar o intercâmbio no mundo do direito, interpondo-se entre seus criadores (ou seu criador) e terceiros na realização de negócios. Normalmente esse negócio jurídico é bilateral (ou plurilateral), mas pode ser unilateral quando sua criação ocorre por vontade de uma só pessoa. O que importa é vincular a criação da sociedade a uma ação humana tendente à produção do resultado pretendido”. Ou ainda: “sociedade é a organização resultante de um negócio jurídico produzido pela formação da vontade de uma ou várias pessoas, para se interpor nas relações entre elas e terceiros, que o ordenamento chancela como modo de preencher uma determinada função – qual seja a de facilitar atos ou negócios jurídicos voltados a realização de certos fins econômicos por ela pretendidos” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil*. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. p. 150-151).

⁴ O nosso atual Código Civil (Lei 10.406/2002) conceitua o contrato de sociedade em seu art. 981: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

⁵ A partir da lição do professor Fábio Ulhoa Coelho, é preferível que se use ao termo empresário, como normalmente são conhecidos, o termo empreendedor pois, de acordo com esse autor: “no direito societário, a sociedade é a empresária, e não seus sócios. Estes serão chamados aqui de *empreendedor*es ou *investidores*” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 1, p. 19).

regular o financiamento por debêntures de uma empresa que se revista na forma de sociedade limitada, faz-se necessário entendermos sua evolução histórica até a recepção pelo direito pátrio e sua última legislação em vigor.

A questão da limitação da responsabilidade esteve em voga desde os tempos mais antigos. Foi a partir do comércio medievo, em que houve o nascimento e o aperfeiçoamento de sociedades, como as em nome coletivo, em comanditas simples, em conta de participação e anônima, que os anseios por um tipo societário que atendesse os pequenos e médios comerciantes que tinham interesse num tipo de sociedade mais simples e prática surgia.⁶ Esses comerciantes buscavam a limitação da responsabilidade dos sócios, própria das sociedades anônimas, com uma forma não dispendiosa e desburocratizada de criação e funcionamento que eram características das sociedades em nome coletivo e em comandita.⁷

Foi a partir do século XIX, na Revolução Industrial, que as sociedades limitadas começaram a tomar forma com o surgimento das *private companies* do direito inglês,⁸⁻⁹ como assim esclarece Modesto Carvalhosa:

Em meados do século XIX, com a expansão comercial proporcionada pela Revolução Industrial e a política colonialista inglesa, surgiram as *private companies*, dentro da liberdade permitida pela *common law*, como forma societária apta a limitar a responsabilidade dos pequenos e médios comerciantes que não desejavam submeter-se aos rigores formais da sociedade anônima. Eram características dessas *private companies*: 1) número mínimo e máximo de sócios; 2) capital formado pela contribuição de particulares, mas sem recurso à oferta pública para sua captação; e 3) a existência de restrições para a transferência das quotas de seu capital social.¹⁰

Percebe-se que, com as características supradescritas, essas *private companies* seriam então um misto entre a sociedade anônima (limitação da responsabilidade do sócio) e outros tipos societários, como as comanditas e sociedade em nome coletivo (forma simplificada de empresa e a existência de restrições para a transferência das quotas de seu capital social). Outras características dessa sociedade eram o limite máximo de 50 sócios e a falta de

⁶ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas*. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 4.

⁷ *Ibidem*, p. 4.

⁸ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195). In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (Coord.). *Comentários ao Código Civil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 13. p. 1.

⁹ José Waldecy Lucena esclarece que estas sociedades foram chamadas de *private companies* para diferenciá-las das grandes empresas que eram denominadas *public companies* (*Das sociedades limitadas* cit., p. 7).

¹⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 1.

necessidade de prévia outorga de licença da Coroa para sua constituição.¹¹ Para Vera Helena de Mello Franco não se pode considerar as *private companies* a primeira tentativa de se estabelecer uma sociedade limitada. Para a autora, essa sociedade nada mais era que “uma sociedade anônima fechada, faltando-lhe a maleabilidade e a presença da *affectio societatis*, própria das sociedades limitadas”.¹²

Apesar de as *private companies* do direito inglês serem consideradas a primeira tentativa de se estabelecer um tipo societário parecido com o que denominamos hoje de sociedade limitada, seu reconhecimento apenas ocorreu com o *Companies Act* do ano 1900, e sua regulamentação com o *Companies Act* do ano de 1907.¹³ O primeiro país que regulamentou a sociedade limitada foi a Alemanha, com a criação da lei, do ano de 1892, da *Gesellschaft Mit Beschränkter Haftung* (“Sociedade de Responsabilidade Limitada”), ou de forma abreviada, “GmbH”.¹⁴

Após a lei alemã de 1892, outros países da Europa como Portugal, em 1901, e Áustria, em 1906, adotaram esse tipo de sociedade criada e regulamentada pelo direito alemão.¹⁵ A lei portuguesa a denominou de “Sociedade Por Quota de Responsabilidade Limitada”, que serviu de inspiração ao legislador brasileiro,¹⁶ como nos ensina Ivanildo Figueiredo:

Em Portugal, uma lei de 1901 também criou, com base no modelo germânico, a sociedade por quota de responsabilidade limitada. A partir de uma versão da lei portuguesa, o jurista brasileiro Inglês de Souza elaborou, em 1912, um projeto de Código Comercial disciplinando, nesse projeto, a sociedade por quotas. Devido à demora na tramitação do Código, que nunca passou de projeto, o Deputado Luís Osório, redigiu um texto resumido extraído das normas do projeto de Inglês de Souza, e assim surgiu a lei brasileira da sociedade por quotas de responsabilidade limitada, aprovada sob a forma de Decreto 3.708, de 1919, sendo o Brasil o quinto país do mundo a criar esse tipo de sociedade. O Decreto 3.708/1919 vigorou, sem alterações, durante todo esse tempo, sendo revogado, 83 anos depois, pelo Código Civil de 2002.¹⁷

¹¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 2, p. 408.

¹² FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades*. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 245.

¹³ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas* cit., p. 7.

¹⁴ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa*. São Paulo: IASP, 2018. p. 397.

¹⁵ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas* cit., p. 12.

¹⁶ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 398.

¹⁷ Ibidem, p. 398.

Foi então, a partir do Decreto 3.708/1919, que a sociedade limitada, antes denominada “sociedade por quotas de responsabilidade limitada”, surgiu em nosso ordenamento. Marcel Gomes Bragança Retto, em obra sobre a sociedade limitada, explica como se deu a instituição desse tipo de sociedade por este decreto:

Embora não se negue a influência das leis alemã e portuguesa, a verdade é que o Decreto 3.708/19 instituiu entre nós um tipo societário com características próprias, que, apesar de ter trazido institutos do direito estrangeiro, ganhou feições peculiares, principalmente com a prática societária. Não se pode olvidar que o desenvolvimento das sociedades por quotas de responsabilidade limitada no Brasil teve importante participação da jurisprudência, ante a escassez de tratamento legal da matéria. Portanto, foi ela o tipo societário desenvolvido da conjugação do entendimento dos doutos e reflexo desse entendimento perante o Poder Judiciário, pacificando questões de complexidade extrema.¹⁸

Apesar de o Decreto 3.708/1919 ter inovado com a criação das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, houve diversas críticas de doutrinadores devido a certo laconismo do seu texto, pois o decreto continha apenas 19 artigos, o que fazia a regulação desse tipo societário ocorrer de forma bastante sintética.¹⁹ Não obstante essa certa brevidade do decreto, alguns autores, como Modesto Carvalhosa, afirmam que esse laconismo da legislação “acabou por se tornar grande fator responsável pelo sucesso da sociedade limitada, pois lhe imprimiu grande flexibilidade, permitindo que a autonomia privada, no caso concreto, moldasse a sociedade segundo interesses dos sócios, por meio do contrato social”.²⁰

Apesar dos defeitos técnicos do decreto, este teve vida longa, perdurando por 83 anos, devido ao fato de ele estabelecer um regime básico de definição e regulação da sociedade de responsabilidade limitada nos seus poucos artigos, o que deixava que os sócios, por meio do contrato social, estipulassem da maneira que fosse mais conveniente para eles o modo de organização da empresa.²¹ Não obstante esse decreto regulador das limitadas conter poucas normas imperativas, sua concepção privilegiava o contrato social, o que caracterizava a

¹⁸ RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Sociedades limitadas*. Barueri: Manole, 2007. p. 8-9.

¹⁹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 398.

²⁰ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 4.

²¹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 399.

sociedade limitada como uma sociedade de pessoas, em que o vínculo da *affectio societatis*²² se destacava na relação entre os sócios.²³

Com a promulgação do atual Código Civil, Lei 10.406 do ano de 2002, a sociedade limitada passou a ser regulada por essa legislação que não mais a denomina como sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Essa lei, ao contrário do Decreto 3.708/1919, aumentou a complexidade desse tipo societário, que tinha na simplicidade de suas regras e fórmulas a razão de seu sucesso e ampla utilização como principal forma de organização da empresa em nosso ordenamento.²⁴

Com a nova Lei Civil, foi adotada a teoria da empresa, em que a disciplina privada de atividade econômica abrange outras atividades, diversas daquelas anteriormente caracterizadas como mercantis.²⁵ Marcus Elidius Michelli de Almeida e Nelson Zanzanelli explicam como se deu essa adoção da teoria da empresa pelo atual Código Civil:

Como o novo Código Civil, a separação outrora existente nas relações comerciais e civis, em face da teoria dos atos de comércio deixa de existir, por força da unificação das obrigações do direito civil e do direito comercial. A teoria dos atos de comércio deixou de vigorar no nosso ordenamento jurídico, passando-se a adotar a teoria da empresa, incorporando, assim o modelo italiano de “*disciplina privada de atividade econômica*”, abrangendo outras atividades, diversas daquelas anteriormente enumeradas como atividade da mercancia, desde que tenham o *aspecto da atividade economicamente organizada para a produção de bens ou de serviços*, inserida na constituição e propósito desta atividade.²⁶

A partir da adoção da teoria da empresa orientada pelo legislador do Código Civil, as sociedades limitadas começaram a ser reguladas com uma concepção de tipo societário

²² Para o professor Fábio Ulhoa Coelho, a utilidade do conceito de *affectio societatis* nos tempos atuais é considerada pequena. Para o autor: “a utilidade do conceito de *affectio societatis* é pequena. Serve de referência ao desfazimento do vínculo societário, por desentendimento entre os sócios, no tocante à conclusão dos negócios sociais, repartição do sucesso ou responsabilização pelos fracassos da empresa. Quando se diz ter ocorrido a quebra da *affectio*, isso significa que os sócios não mais estão motivados o suficiente para manterem os laços societários que haviam estabelecido” (*A sociedade limitada no novo Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 33).

²³ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 399.

²⁴ *Ibidem*, p. 399-401.

²⁵ ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de; ZANZANELLI, Nelson Freitas. Algumas considerações sobre a constituição da sociedade limitada e o contrato social. In: ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de (Coord.). *Aspectos jurídicos da sociedade limitada*. São Paulo: Quartier Latin, 2004. p. 16-17.

²⁶ ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de; ZANZANELLI, Nelson Freitas. Algumas considerações sobre a constituição da sociedade limitada e o contrato social cit., p. 16-17.

voltado para estruturas de maior porte²⁷ ao se propor mecanismos exagerados de defesa de minoritários, o que se divorcia da realidade da maioria das micro e pequenas empresas nacionais.²⁸ A partir do Código Civil de 2002, com seu novo regime jurídico de sociedade limitada com um maior grau de complexidade, houve um alto crescimento na constituição desse tipo societário, o qual abordaremos no próximo item.

É conhecido que, na atualidade, todos os países do mundo adotam a forma de sociedade limitada como modelo padrão de sociedade para o exercício da atividade empresarial²⁹ de pequenas, médias e, no Brasil, até de grandes empresas. As características que foram abordadas na evolução histórica desse tipo societário, como a limitação de responsabilidade, a existência de restrições para a transferência das quotas e, atualmente, como a falta de necessidade de estruturas empresariais mais robustas, continuam atraindo empreendedores a utilizarem esse tipo societário dominante em nosso ordenamento.

2.1.1 Realidade dos tipos societários nas estatísticas do Registro de Empresas

A sociedade limitada, como visto, é o tipo de sociedade voltada à atividade empresarial dominante em nosso ordenamento. A evolução de seu regramento a partir do Código Civil de 2002 e suas características fizeram que houvesse um crescimento na quantidade de empresas que se organizam mediante esse tipo societário em detrimento de outros entes sociais.

A partir de uma análise jurimétrica,³⁰ por meio de um corte metodológico entre janeiro de 2003, onde o atual Código Civil entrou em vigor, e janeiro de 2021, observaram-se nas estatísticas das juntas comerciais de nosso país, pela utilização de pesquisa em sítio eletrônico do Governo Federal, os seguintes dados referentes aos tipos os societários existentes em nosso país:³¹ foram criadas (i) 5.235.270 sociedades limitadas; (ii) 176.541 sociedades anônimas;

²⁷ Alguns autores, como o professor Ivanildo Figueiredo, acham essa concepção equivocada pois o tipo societário de estruturas empresariais de maior porte é mais compatível com a sociedade anônima. (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 400).

²⁸ Ibidem, p. 400.

²⁹ Ibidem, p. 398.

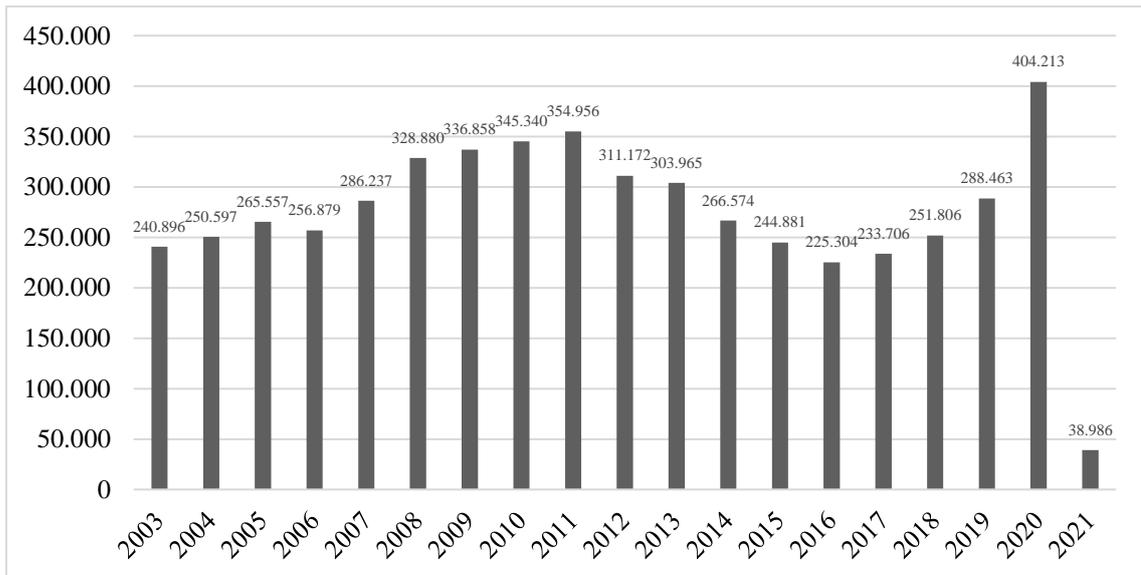
³⁰ De acordo com o professor Marcelo Guedes Nunes, em sua celebrada obra sobre o tema, pode-se conceituar a jurimetria como “a disciplina do conhecimento que utiliza a metodologia estatística para investigar o funcionamento de uma ordem jurídica” (NUNES, Marcelo Guedes. *Jurimetria: como a estatística pode reinventar o direito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 115).

³¹ “São cinco os tipos de sociedades empresárias: nome coletivo, comandita simples, comandita por ações, anônima e limitada” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 23. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 2, p. 33).

(iii) 9 sociedades em comandita por ações; (iv) 62 sociedades em comandita simples; e (v) 250 em nome coletivo.³²

No gráfico seguinte está detalhada a evolução dos números de constituição de sociedades limitadas entre janeiro de 2003 e janeiro de 2021:

Gráfico 1: Evolução dos números de sociedades limitadas constituídas



Fonte: Autoria própria.³³

Podemos notar pelo gráfico *supra* que houve um constante aumento na constituição de sociedades limitadas e, a partir do ano de 2011, uma diminuição que foi seguida por outro aumento a partir do ano de 2017. Um dos motivos que podem ter levado a essa redução na constituição de sociedades limitadas pode ter sido a criação da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (“EIRELI”), em que a lei data do ano de 2011, ou o início da crise econômica pela qual o país passou.

Tratando-se da evolução dos números de constituição das sociedades limitadas, em comparação com os outros tipos societários existentes em nosso ordenamento, temos os seguintes dados: (i) entre o ano de 2003 até janeiro de 2021, apenas 176.541 sociedades anônimas, segundo tipo de sociedade voltada a atividade empresarial mais utilizada, foram constituídas, o que significa uma diferença de mais de 2000% na constituição desses tipos societários; (ii) em relação aos demais tipos societários no mesmo período, foram constituídas

³² GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas cit., acesso em: 15 mar. 2021.

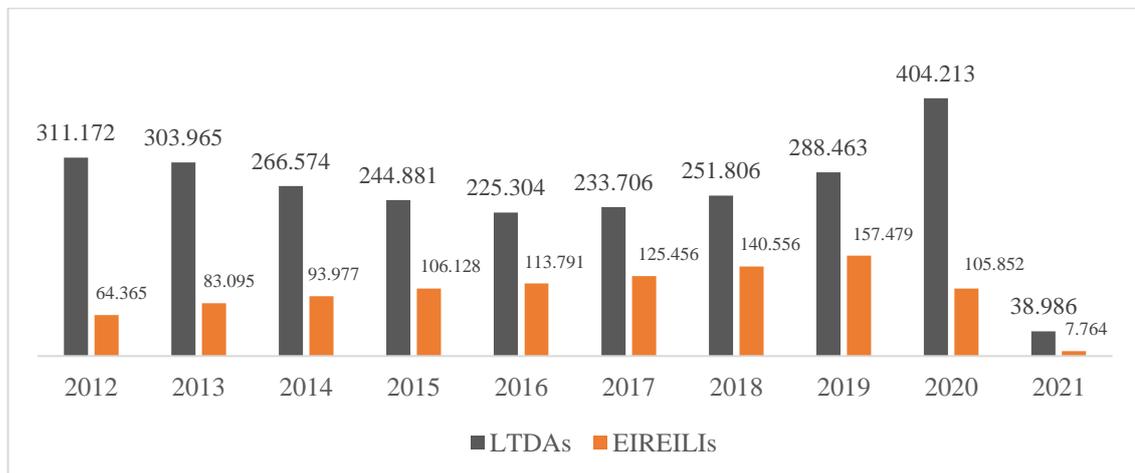
³³ Gráfico elaborado a partir de informações de: GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas cit., acesso em: 15 mar. 2021.

9 sociedades em comandita por ações, 62 sociedades em comandita simples e 250 sociedades em nome coletivo,³⁴ o que demonstra o desuso dessas formas societárias.

Analisando, do mesmo modo, a criação das EIRELI,³⁵ instituto jurídico criado pela Lei 12.441, de 11 de julho de 2011, que alterou o Código Civil acrescentando o inciso VI no art. 44 e criando o art. 980-A, e que tem em sua composição apenas uma pessoa, foi constatado o seguinte dado: foram criadas 998.463 EIRELI entre os anos de 2012, ano de vigência da lei, até janeiro de 2021.³⁶

No gráfico seguinte podemos ver a diferença entre os números de criação de sociedades limitadas e EIRELI no período de janeiro de 2012 até janeiro de 2021:

Gráfico 2: Constituição de sociedades limitadas e EIRELI entre 2012 e janeiro de 2021



Fonte: Autoria própria.³⁷

Dá análise do gráfico *supra* podemos perceber que há um contraste de mais de 150% na proporção da quantidade de constituições de sociedades limitadas e EIRELI. Um dos fatores que podem contribuir para essa diferença tem relação com as características da

³⁴ GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas cit., acesso em: 15 mar. 2021.

³⁵ Para alguns doutrinadores a EIRELI é uma espécie de pessoa jurídica diferente da sociedade. Ela não seria um tipo societário, mas sim uma modalidade societária. Há também os que acreditam ser a EIRELI uma sociedade limitada unipessoal, de acordo com a interpretação sistemática do art. 980-A do Código Civil. “Diante das imprecisões legais, é tarefa da doutrina e jurisprudência procurar sistematizar os institutos. No tocante à EIRELI, abrem-se duas alternativas: considerá-la uma espécie de pessoa jurídica diferente da sociedade (mediante a interpretação literal do art. 44, VI, do CC) ou tomá-la como a designação dada, pela lei brasileira, à sociedade limitada unipessoal (mediante a interpretação sistemática do art. 980-A do CC). Inclino-me pela segunda alternativa, em razão do preceito hermenêutico que prestigia, na argumentação jurídica, a interpretação sistemática, quando divergente da literal” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 38).

³⁶ GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas cit., acesso em: 15 mar. 2021.

³⁷ Gráfico elaborado a partir de informações de: GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas cit., acesso em: 15 mar. 2021.

EIRELI, como, por exemplo, a necessidade de capital social de cem salários-mínimos, e a proibição de a pessoa natural constituir mais uma modalidade societária dessa categoria.³⁸ Desse modo, pode-se notar que, apesar das EIRELI serem uma modalidade societária de criação recente³⁹ e serem até mais utilizadas do que as sociedades anônimas, segundo tipo societário mais utilizado para a atividade empresarial, continuam com as sociedades limitadas o posto de tipo societário mais utilizado.

Diante do exposto, podemos concluir que o número de constituição de sociedades limitadas continua a crescer devido as suas características intrínsecas, sendo estas um dos principais motivos para sua criação e uso por empreendedores dispostos a encarar os riscos da atividade empresarial.

2.1.2 A liberdade para definição do modelo e criação de sociedades no direito brasileiro

Em nosso ordenamento, a liberdade para empreender e explorar uma atividade econômica, por meio dos tipos societários existentes na legislação empresarial, como, por exemplo, o uso de uma sociedade limitada, é protegida pela Constituição Federal. Dessarte, princípios como o da livre-iniciativa, presente no art. 1º, inciso IV,⁴⁰ e no parágrafo único do art. 170, e o da livre concorrência, disposto no inciso IV do mesmo artigo,⁴¹ ambos os

³⁸ Lei 10.406/2002, art. 980-A: “A empresa individual de responsabilidade limitada será constituída por uma única pessoa titular da totalidade do capital social, devidamente integralizado, que não será inferior a 100 (cem) vezes o maior salário-mínimo vigente no País. [...] § 2º A pessoa natural que constituir empresa individual de responsabilidade limitada somente poderá figurar em uma única empresa dessa modalidade”.

³⁹ A Lei 14.195, de 26 de agosto de 2021, que trata sobre a desburocratização societária, extinguiu, em seu art. 41, a forma societária das EIRELI, transformando todas as empresas constituídas sob essa modalidade em sociedades limitadas unipessoais, *in verbis*: “Art. 41. As empresas individuais de responsabilidade limitada existentes na data da entrada em vigor desta Lei serão transformadas em sociedades limitadas unipessoais independentemente de qualquer alteração em seu ato constitutivo. Parágrafo único: Ato do Drei disciplinará a transformação referida neste artigo”.

⁴⁰ Constituição Federal, art. 1º: “A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: [...] IV – os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa” (grifo nosso).

⁴¹ Constituição Federal, art. 170: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei (grifos nossos).

dispositivos de nossa Carta Magna, constituem importantes estímulos para o desenvolvimento da atividade empresarial por empreendedores.⁴²

Na opinião de Paula Forgioni, o papel central do princípio da livre-iniciativa é “garantir que os agentes econômicos tenham acesso ao mercado e possam nele permanecer, assegurando o acesso à contratação”, e complementa que esse princípio está “visceralmente atado à liberdade de iniciativa econômica e à liberdade de empresa, que, por sua vez, significa a liberdade de lançar-se à atividade, desenvolvê-la e abandoná-la *sponte própria*”.⁴³

Para Fábio Ulhoa Coelho, há no princípio da livre iniciativa⁴⁴ dois vetores: um que estabelece um freio à intervenção do Estado na economia, e outro que coíbe determinadas práticas empresariais. O primeiro vetor está associado às questões estudadas pelo direito público, como, por exemplo, as atinentes às atividades econômicas constitucionalmente reservadas à União, já o segundo vetor refere-se às questões estudadas pelo direito comercial como a coibição de práticas empresariais incompatíveis com a livre-iniciativa.⁴⁵

Na lição de Fábio Ulhoa Coelho podemos compreender como o princípio da livre-iniciativa se manifesta por meio desses vetores:

Ao assegurar a liberdade de iniciativa, a Constituição Federal atribui a todos os brasileiros e residentes no Brasil um direito, o de se *estabelecer como empresário*. A todo direito atribuído a alguém, correspondem obrigações impostas a outros sujeitos. No primeiro vetor, a liberdade de iniciativa é garantida pela obrigação imposta ao Estado de não intervir na economia, dificultando ou impedindo a formação e o desenvolvimento de empresas privadas; no segundo vetor, esse princípio é garantido pela obrigação imposta aos demais empresários, no sentido de concorrerem licitamente.⁴⁶

⁴² “O princípio da livre concorrência está, de tal modo, ligado ao da liberdade de iniciativa, que nem sempre se distinguem. São, por vezes, aspectos diferentes da mesma regra básica de funcionamento eficiente do capitalismo” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 1, p. 68).

⁴³ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 275.

⁴⁴ Para Eros Roberto Grau o princípio da livre-iniciativa se resume apenas à liberdade única de comércio. Na lição do autor: “Vê-se para logo, destarte, que não se pode reduzir a *livre iniciativa*, qual consagrada no art. 1º, IV, do texto constitucional, meramente à feição que assume como *liberdade econômica* ou *liberdade de iniciativa econômica*. Dir-se-á, contudo, que o princípio, enquanto fundamento da ordem econômica, a tanto se reduz. Aqui também, no entanto, isso não ocorre. Ou – dizendo-o de modo preciso –: *livre iniciativa* não se resume, aí, a ‘princípio básico do liberalismo econômico’ ou a ‘liberdade de desenvolvimento da empresa’ apenas – à liberdade *única* do comércio, pois. Em outros termos: não se pode visualizar no princípio tão somente uma afirmação do capitalismo” (GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018. p. 198).

⁴⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 1, p. 64.

⁴⁶ *Ibidem*, p. 65.

Essa liberdade de iniciativa, presente no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal, traz um dos fundamentos da ordem econômica e financeira constitucional,⁴⁷ que, de igual modo, associa-se também a outros valores da mesma importância como elemento estruturador dessa ordem, como os princípios de proteção ao meio ambiente e ao consumidor e função social da empresa e propriedade. Desse modo, a Lei Maior reserva aos empreendedores pela liberdade de iniciativa, que podem se utilizar ou não de um tipo societário para desenvolver a atividade econômica, a tarefa de serem os principais agentes do atendimento às necessidades de todos nós mediante o fornecimento de produtos e serviços, o que, diante disso, faz o princípio da livre-iniciativa se desdobrar,⁴⁸ como nos ensina a lição de Fábio Ulhoa Coelho:

Quatro desdobramentos podem ser extraídos do princípio da liberdade de iniciativa: (a) imprescindibilidade, no capitalismo, da empresa privada para o atendimento das necessidades de cada um e de todos; (b) reconhecimento do lucro como principal fator de motivação da iniciativa privada; (c) importância, para toda a sociedade, da proteção jurídica do investimento; (d) importância da empresa na geração de postos de trabalho e tributos, bem como no fomento da riqueza local, regional, nacional e global.⁴⁹

Diante do supraexposto, pode-se compreender a importância do princípio da livre-iniciativa para a atividade empresarial que, por meio de seus desdobramentos, a justifica e a fomenta fazendo com que mais pessoas tenham o desejo de empreender, seja por intermédio de sociedades ou como empreendedores individuais. Também se faz necessário reconhecer a importância dos outros princípios da ordem econômica para este fim, pois apenas a liberdade de iniciativa não traria a segurança jurídica⁵⁰ necessária nem o interesse das pessoas para constituir uma empresa para se perseguir lucro.

Dessa liberdade de iniciativa decorre a autonomia de escolha do modelo de sociedade, se empresária ou simples (civil), bem como o tipo societário para se exercer a atividade empresarial, pois em nosso país prevalece o sistema de ampla liberdade para constituição de

⁴⁷ O art. 170 da Constituição Federal é o primeiro do Título VII, que trata da ordem econômica e financeira, e do Capítulo I, que traz os princípios gerais da atividade econômica.

⁴⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 1, p. 66.

⁴⁹ *Ibidem*, p. 68.

⁵⁰ Para Heleno Torres a segurança jurídica consiste em garantia constitucional, identificada sob duas interpretações: uma de estrutura formal, que confere o caráter sistêmico e de certeza ao direito, e a outra como meio para a efetivação dos direitos e liberdades fundamentais (TORRES, Heleno Taveira. *Direito constitucional tributário e segurança jurídica: metódica da segurança jurídica do sistema constitucional tributário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 178).

sociedades comerciais⁵¹ ou empresárias, qualquer que seja sua espécie.⁵² Desse modo, se dois ou mais sócios querem constituir uma sociedade empresária, ou uma pessoa queira constituir uma sociedade unipessoal, como, por exemplo, uma EIRELI ou uma sociedade limitada unipessoal,⁵³ é necessário que se defina a espécie desejada no contrato ou estatuto social no ato de constituição.⁵⁴

Não obstante essa liberdade de escolha da forma como a sociedade irá se estruturar, a própria lei exige que, em certos casos, adotem-se modalidades específicas de sociedade, conforme determina o princípio da legalidade, como esclarece Paula Forgioni:

O princípio da livre iniciativa deve ser lido em conjunto com aquele da *legalidade*, pois implicam verso e reverso da mesma medalha. A empresa é livre para agir, para empreender. *Contudo, essa liberdade é limitada pela lei; o agente econômico privado pode empreender, é-lhe facultado organizar-se e contratar, desde que o faça dentro de parâmetros pré-estabelecidos.* Com efeito, nenhum agente “será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei” [art. 5º, II]. A empresa é livre para agir no espaço deixado pela lei de forma que o texto normativo é, ao mesmo tempo, limite e garantia de sua liberdade. Em uma frase: *a liberdade de iniciativa é uma viga mestra da nossa ordem econômica, mas é limitada pela legalidade* (grifo nosso).⁵⁵

Do trecho supracitado percebe-se que a liberdade de escolha do modo e a forma que a sociedade irá se estruturar, decorrente do princípio da livre-iniciativa, é, em certos casos, freada pelo princípio da legalidade que, em determinadas situações, impõe o modo de sociedade e o tipo societário do qual a empresa será constituída. Também se faz necessário salientar que o sistema de sociedades no Brasil não admite a constituição de estruturas societárias distintas daquelas previstas em lei, nos termos do art. 983 do Código Civil.⁵⁶⁻⁵⁷

⁵¹ De acordo com o professor Ivanildo Figueiredo é preferível que se use para a designação da sociedade que desempenha atividade econômica lucrativa o termo “sociedade comercial” ou “sociedade mercantil”, tal como referido pela Lei 6.404/1976 (art. 2º, § 1º) e pela Lei 8.934/1994 (art. 32, II, *a*) por ser considerada a expressão “sociedade empresária” uma designação artificial e contrária à lógica e à historicidade do direito comercial brasileiro (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 248).

⁵² *Ibidem*, p. 389.

⁵³ A Lei 13.874/2019, que trata da Declaração de Direito de Liberdade Econômica, incluiu no art. 1.052 do Código Civil os §§ 1º e 2º, instituindo a figura da sociedade limitada unipessoal. Lei 10.406/2002, art. 1.052: “[...] § 1º A sociedade limitada pode ser constituída por 1 (uma) ou mais pessoas. § 2º Se for unipessoal, aplicar-se-ão ao documento de constituição do sócio único, no que couber, as disposições sobre o contrato social”.

⁵⁴ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 389.

⁵⁵ FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação* cit., p. 275.

⁵⁶ TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 182-183.

Rodrigo Tellechea, em obra sobre a autonomia privada no direito societário, explica esta imposição legal para a criação de tipos societários:

O sistema de sociedades no Brasil, seguindo a linha europeia – especialmente a italiana – é classificado como de tipicidade fechada, não admitindo a constituição de estruturas societárias distintas daquelas previstas na lei, nos termos do art. 983 do Código Civil. Os modelos caracterizam-se por elementos positivos previstos no ordenamento jurídico (*schemi de disciplina*), nos quais às normas dispositivas se somam normas cogentes, inderrogáveis pela vontade das partes. As primeiras são regras supletivas, que se aplicam sempre que não houver disposição diversa ajustada pelas partes ou se essa disposição não for completa; já as segundas são regras imperativas de efeito pleno, imediato e incontornável pela vontade das partes.⁵⁸

Nesse sentido, a título de exemplo de imposições legais na constituição de sociedades, temos a exigência de as sociedades por ações sempre se constituírem na forma de sociedade empresária e as cooperativas como sociedades simples (Código Civil, art. 982, parágrafo único)⁵⁹ e a necessidade de instituições financeiras privadas (Lei 4.595/1964, art. 25)⁶⁰ e sociedades seguradoras (Decreto 60.459/1967, art. 48)⁶¹ sempre se constituírem por meio de sociedade anônima.

Outra imposição legal na liberdade de escolha do modo e tipo de sociedade pode ser encontrada nas sociedades voltadas ao exercício da advocacia. Os profissionais dessa área não podem constituir sociedade empresária para o exercício de sua profissão, mas sim uma

⁵⁷ “No direito societário brasileiro, e não diversamente do que o ocorre na maioria dos sistemas jurídicos, prevalece o princípio da tipicidade societária (*Typenzwang*): as formas societárias constituem *numerus clausus*, de tal modo que se as partes, no exercício de sua incoercível liberdade de celebração do contrato (*Abschlussfreiheit*) resolverem constituir sociedade (CC, art. 981), deverão fazê-lo de conformidade com um dos tipos previstos em lei (CC, art. 983). No direito brasileiro, portanto, não há espaço para a criação convencional de tipo societário atípico” (VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros Editores, 2014. p. 396).

⁵⁸ TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário* cit., p. 182-184.

⁵⁹ Lei 10.406/2002, art. 982: “Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais. Parágrafo único. Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, simples, a cooperativa”.

⁶⁰ Lei 4.595/1964, art. 25: “As instituições financeiras privadas, exceto as cooperativas de crédito, constituir-se-ão unicamente sob a forma de sociedade anônima, devendo a totalidade de seu capital com direito a voto ser representada por ações nominativas”.

⁶¹ Decreto 60.459/1967, art. 48: “Para os efeitos de constituição, organização e funcionamento das Sociedades Seguradoras, deverão ser obedecidas as condições gerais da legislação das sociedades anônimas, as estabelecidas pelo CNSP e, especialmente, as seguintes: [...]”.

sociedade de advogados que pode ser constituída também na forma de sociedade unipessoal de advocacia (Lei 8.906/1994, art. 15).⁶²

Tratando-se das determinações que a legislação empresarial impõe para as pessoas na constituição de uma sociedade voltada à atividade empresarial, podemos citar, como já apresentado, as restrições para a criação de uma EIRELI, tal como a imposição de integralização de um capital social mínimo de cem salários-mínimos (Código Civil, art. 980-A) e a proibição de as pessoas naturais constituírem mais de uma modalidade desse tipo (Código Civil, art. 980-A, § 2º).

No direito estrangeiro, também encontramos exemplos de limitação na criação de sociedades. como é o caso das limitadas no direito inglês e canadense. Nesses ordenamentos o número de sócios nesse tipo de sociedade está limitado em 50, dando um caráter familiar para essas sociedades.⁶³

Apesar de não pertencerem à modalidade de sociedade empresária, a determinação que a legislação impõe para a criação das modalidades societárias em que os partidos políticos (Lei 9.906/1995) e os fundos de investimento, que são regulados por intermédio das normas da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), se estruturam, são exemplos de como a lei determina a forma de estrutura societária. Ante o exposto, não obstante a liberdade para a criação e definição do modo e tipo societário de uma sociedade voltada à atividade empresarial ser de suma importância ao estudo das sociedades, ainda há uma lacuna doutrinária para o referido tema.

2.1.3 *Características jurídicas e econômicas da sociedade limitada no Brasil*

Como visto, a sociedade limitada representa a mais recente das formas societárias existentes em nosso ordenamento,⁶⁴ sendo criada para atender os comerciantes que queriam se valer da limitação da responsabilidade típica das sociedades anônimas, mas não queriam ter de arcar com sua estrutura burocrática. Com a promulgação do Código Civil de 2002, atual legislação de regulação das limitadas, suas características foram alteradas daquelas originárias

⁶² Lei 8.906/1994, art. 15: “Os advogados podem reunir-se em sociedade simples de prestação de serviços de advocacia ou constituir sociedade unipessoal de advocacia, na forma disciplinada nesta Lei e no regulamento geral”.

⁶³ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades*. 42. ed. rev. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2019. v. 1, p. 220.

⁶⁴ BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015. p. 115.

do Decreto 3.708/2019,⁶⁵ que instituiu a sociedade por quotas de responsabilidade limitada no direito brasileiro.

Diante disso, podemos compreender as características da limitada a partir das normas que a regulam o atual Código Civil e que particularizam e identificam esse tipo societário dominante.⁶⁶ De início, faz-se necessário salientar que, com a nova legislação desse tipo de sociedade após a reforma implantada pela atual Lei Civil, não mais se denomina este tipo societário de “sociedades por quotas de responsabilidade limitada”, mas sim de “sociedade limitada”, que atribui aos sócios a responsabilidade pela realização do valor de suas quotas e, em caráter solidário, pela integralização do capital social (Código Civil, art. 1.052).⁶⁷ Apesar dessa nova designação, alguns doutrinadores criticam o termo “sociedade limitada” por a acharem anacrônica, posto que limitada é a responsabilidade dos sócios em razão das quotas que cada um possui e nunca a sociedade; desse modo, seria preferível a utilização de outro termo abreviado para facilitar sua referência.⁶⁸⁻⁶⁹

Como características da sociedade limitada decorrentes de suas normas temos, primeiramente, sua forma de sociedade empresária (Código Civil, artigos 983 e 1.052)⁷⁰ que,

⁶⁵ Egberto Lacerda Teixeira em sua clássica obra sobre as sociedades por quotas de responsabilidade limitada já alertava sobre o particularismo deste tipo societário. Para o autor: “Nós cremos no *particularismo* da sociedade por quotas. Criada, embora, como mais uma das espécies admitidas pelo Código Comercial de 1850, a sociedade por quotas tem, em si mesma, elementos distintivos que a extremam das demais e que justificam plenamente se tratada como espécie à parte. Procuraremos, tanto quanto possível, vislumbrar na estrutura jurídico-econômica das sociedades por quotas elementos próprios, inconfundíveis, que nos habilitem, em falta de lei, a resolver, de maneira harmônica, seus difíceis problemas funcionais” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 34).

⁶⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 412.

⁶⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário: regime vigente e inovações do novo Código Civil*. 2. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004. p. 190.

⁶⁸ “Na verdade e na estrita acepção do termo, limitada é a responsabilidade dos sócios em razão das quotas que cada um possui. Nunca a sociedade. A responsabilidade da sociedade é e sempre será ilimitada, pelo total do seu passivo, das dívidas contratadas pela pessoa jurídica. Se o nome do tipo societário houvesse de ser abreviado para facilitar sua referência, deveria passar a ser sociedade de responsabilidade limitada, ou então, sociedade por quotas, como era também identificada na prática do mercado. Mas sociedade limitada não, porque tal denominação revela-se juridicamente incorreta e imprópria, e que pode até gerar certa confusão, caso consideremos que também a sociedade anônima seria uma sociedade limitada” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa cit.*, p. 413).

⁶⁹ Egberto Lacerda Teixeira em artigo do ano de 1984 sobre o projeto de lei do atual Código Civil já criticava essa nova denominação das limitadas. Segundo o autor: “sacrificou-se o tecnicismo jurídico em favor da terminologia consuetudinária consagrada” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *As sociedades limitadas e o Projeto do novo Código Civil brasileiro*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 55, p. 162, jul./set. 1984).

⁷⁰ Lei 10.406/2002, art. 983: “A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias. Lei 10.406/2002, art. 1.052: Na sociedade limitada, a

apesar desse atributo de sociedade voltada para a atividade empresarial, seu tipo pode ser utilizado por uma sociedade simples (Código Civil, art. 983, segunda parte), o que faz desse aspecto das limitadas não necessariamente uma característica em si.⁷¹ Para Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

[...] a classificação da sociedade limitada como sociedade empresária não é propriamente uma característica, já que pode o respectivo tipo ser adotado pela sociedade simples, caso em que continuará sendo identificada como sociedade simples, com inscrição no Registro Civil de Pessoas Jurídicas.⁷²

A segunda característica da sociedade limitada refere-se a sua natureza de tipo intermediário entre sociedades de capital e de pessoas, em virtude da possibilidade de essa sociedade ser regida supletivamente pelas normas da sociedade anônima (Código Civil, art. 1.053, parágrafo único),⁷³ que é uma típica sociedade de capital, sem perder o seu caráter *intuitu personae*, peculiar das sociedades contratuais. Novamente na lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto podemos compreender essa característica da sociedade limitada:

[...] a limitada há de ser considerada um tipo *intermediário* entre as sociedades de capital e de pessoas, visto que possui normas que a aproximam das sociedades de capital, por cujo regime jurídico podem optar a modo supletivo (art. 1.053, parágrafo único), sem perder o caráter *intuitu personae* que é próprio das sociedades contratuais. Aproxima-se das sociedades contratuais por ter seu capital dividido em quotas, contrastando aí com as sociedades de capital, por não o fracionar em títulos negociáveis (ações), de circulação ampla ou restrita.⁷⁴

Como consequência dessas características apresentadas, a sociedade limitada possui a alternativa de escolher em seu nome empresarial uma firma ou uma denominação⁷⁵ (Código Civil, art. 1.158),⁷⁶ outro aspecto peculiar desse tipo societário.

responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social”.

⁷¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 412-413.

⁷² Ibidem, p. 413.

⁷³ Lei 10.406/2002, art. 1.053: “A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples. Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima”.

⁷⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 413.

⁷⁵ Ibidem, p. 413.

⁷⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.158: “Pode a sociedade limitada adotar firma ou denominação, integradas pela palavra final ‘limitada’ ou a sua abreviatura”.

Em relação à responsabilidade sócios, estes não possuem vinculação alguma com as obrigações sociais, sendo obrigados apenas a prestar as devidas contribuições que se comprometeram para formação do capital social e, caso não haja a integralização total, responder solidariamente para sua formação (Código Civil, art. 1.052).⁷⁷⁻⁷⁸

Aspecto também inerente à limitada refere-se a sua não permissão da figura do sócio de serviços (Código Civil, art. 1.055, § 2º),⁷⁹ pois consideram-se investidores todos os sócios desse tipo de sociedade e, como visto, possuem a obrigação de contribuir igualmente para a formação do patrimônio social destinado à consecução do objeto social.⁸⁰ Essa característica veio ainda do Decreto 3.708/1919, antiga legislação das limitadas, que proibia o “sócio de indústria” que contribuía com a prestação de serviços para a formação do capital social.⁸¹

Outras características jurídicas da sociedade limitada após a reforma legislativa do Código Civil são: a possibilidade de o sócio ceder suas quotas para outro sócio sem a necessidade do consentimento dos demais e a terceiro estranho, se não houver oposição de 1/4 dos demais quotistas (Código Civil, art. 1.057);⁸² as deliberações sociais serem por meio de Assembleia ou Reunião de Quotistas (Código Civil, art. 1.072);⁸³ a possibilidade de a

⁷⁷ “[...] o sócio é responsável pelo pagamento da contribuição que se obrigou a prestar para a formação do patrimônio da sociedade, retratada em valor pela sua quota de participação no capital social. No entanto, todos os sócios são garantes do ingresso efetivo dos recursos que em conjunto prometerem para atingir o valor do capital social, em razão do que todos respondem solidariamente pela integralização desse capital. Se algum deles não pagar a sua parte, os outros tem *in solidum* a obrigação de honrá-la” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil cit.*, p. 382).

⁷⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 413.

⁷⁹ Lei 10.406/2002, art. 1.055: “O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio. [...] § 2º É vedada contribuição que consista em prestação de serviços”.

⁸⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 413.

⁸¹ “Reproduzindo a regra do art. 4º do Decreto 3.708/1919, segundo qual não era dado à sociedade por quotas de responsabilidade limitada ter sócios de indústria, o § 2º do art. 1.055, não permite contribuição de sócio que consista em prestação de serviços. Isso implica dizer que as quotas do capital social da sociedade limitada representam sempre contribuições patrimoniais e que o sócio não tem vínculo com a sociedade, senão como sócio-investidor. Se não assumir as funções de administrador, não pode prestar nenhum serviço para a sociedade, a não ser que seja contratado para prestar serviços de autônomo ou como empregado. A qualidade de sócio na sociedade limitada, como já observado, ‘é absolutamente desinfluyente para a determinação do vínculo empregatício’ (do autor, *Lições de direito societário*, v. 1, n. 94, p. 224). Se é sócio, não é administrador, mas trabalha para a sociedade, só pode fazê-lo na condição de empregado ou, na falta de subordinação hierárquica, na de trabalhador autônomo” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil cit.*, p. 399).

⁸² Lei 10.406/2002, art. 1.057: “Na omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social”.

⁸³ Lei 10.406/2002, art. 1.072: “As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembleia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato”.

administração da sociedade ser atribuída a sócio ou a terceiro, desde que autorizado pelo contrato social (Código Civil, art. 1.062);⁸⁴ a possibilidade de se destituir sócio administrador pela maioria dos sócios representantes do capital social (Código Civil, art. 1.063, § 1º);⁸⁵ a obrigatoriedade de os administradores elaborarem anualmente o inventário de bens e os balanços patrimonial e de resultado (Código Civil, art. 1.065);⁸⁶ a possibilidade de a sociedade instituir um Conselho Fiscal (Código Civil, art. 1.066);⁸⁷ direito de recesso no caso de dissidência do sócio que não concordar com alteração do contrato social sobre operação de fusão ou incorporação (Código Civil, art. 1.077);⁸⁸ exclusão de sócio que esteja colocando em risco a continuidade da sociedade, mediante deliberação de sócios que representam mais da metade do capital social (Código Civil, art. 1.085)⁸⁹ e a dissolução da sociedade pelas mesmas causas aplicáveis às sociedades simples (Código Civil, art. 1.087).⁹⁰⁻⁹¹

Não obstante esses aspectos da sociedade limitada instituídos pelo atual Código Civil, algumas questões doutrinárias e jurisprudenciais começaram a ser formuladas a partir dessas novas características jurídicas presentes no novel regramento que, muitas vezes, são consideradas complexas e burocráticas. José Edwaldo Tavares Borba, em sua obra sobre direito societário, esclarece como se dá essas questões atuais da nova sociedade limitada a partir de suas características:

⁸⁴ Lei 10.406/2002, art. 1.062: “A designação de administradores não sócios dependerá de aprovação da unanimidade dos sócios, enquanto o capital não estiver integralizado, e de 2/3 (dois terços), no mínimo, após a integralização”.

⁸⁵ Lei 10.406/2002, art. 1.063: “O exercício do cargo de administrador cessa pela destituição, em qualquer tempo, do titular, ou pelo término do prazo se, fixado no contrato ou em ato separado, não houver recondução. § 1º Tratando-se de sócio nomeado administrador no contrato, sua destituição somente se opera pela aprovação de titulares de quotas correspondentes a mais da metade do capital social, salvo disposição contratual diversa”.

⁸⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.065: “Ao término de cada exercício social, proceder-se-á à elaboração do inventário, do balanço patrimonial e do balanço de resultado econômico”.

⁸⁷ Lei 10.406/2002, art. 1.066: “Sem prejuízo dos poderes da assembleia dos sócios, pode o contrato instituir conselho fiscal composto de três ou mais membros e respectivos suplentes, sócios ou não, residentes no País, eleitos na assembleia anual prevista no art. 1.078”.

⁸⁸ Lei 10.406/2002, art. 1.077: “Quando houver modificação do contrato, fusão da sociedade, incorporação de outra, ou dela por outra, terá o sócio que dissentiu o direito de retirar-se da sociedade, nos trinta dias subsequentes à reunião, aplicando-se, no silêncio do contrato social antes vigente, o disposto no art. 1.031”.

⁸⁹ Lei 10.406/2002, art. 1.085: “Ressalvado o disposto no art. 1.030, quando a maioria dos sócios, representativa de mais da metade do capital social, entender que um ou mais sócios estão pondo em risco a continuidade da empresa, em virtude de atos de inegável gravidade, poderá excluí-los da sociedade, mediante alteração do contrato social, desde que prevista neste a exclusão por justa causa”.

⁹⁰ Lei 10.406/2002, art. 1.087: “A sociedade dissolve-se, de pleno direito, por qualquer das causas previstas no art. 1.044”.

⁹¹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 401-402.

A sociedade limitada, com o atual Código Civil, passou por substanciais alterações, que afetaram o seu funcionamento, o processo de relações entre os sócios e destes para com a sociedade, e ainda a administração social. Hoje, quando muitos países adotam uma sociedade anônima simplificada, a fim de flexibilizar os pequenos e médios negócios, o Código Civil de 2002 complicou e burocratizou um modelo societário que estava consagrado pela prática.⁹²

Ivanildo Figueiredo também tece críticas a essas novas características da sociedade limitadas a partir do Código Civil de 2002. Para o autor:

A orientação adotada pelo legislador do Código Civil para a regulação das sociedades limitadas partiu, como visto, de uma concepção equivocada, direcionando esse tipo societário para estruturas empresárias de maior porte, e que seriam mais compatíveis com o modelo da sociedade anônima. Ao propor a adoção de mecanismos normativos voltados para a defesa de sócios minoritários, o Código de 2002 exagerou na medida, estabelecendo para a sociedade limitada um regime jurídico divorciado da realidade da maioria das micro e pequenas empresas brasileiras.⁹³

Diante disso, podemos constatar que a partir da regulação das limitadas pelo atual Código Civil, suas novas características podem se apresentar, em alguns casos, além de complexas e burocráticas, divorciadas da realidade das pequenas e médias empresas da qual a sociedade limitada foi criada para o desenvolvimento da atividade empresarial.

Em relação às suas características econômicas,⁹⁴ estas derivam de seus aspectos jurídicos. Primeiramente, a limitada se apresenta com uma sociedade voltada para a atividade empresarial de pequenas e médias empresas, que, como visto, algumas vezes se dissocia dessa característica atendendo também estruturas de grandes empresas.⁹⁵

⁹² BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 116.

⁹³ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 400.

⁹⁴ “O exercício da empresa representa inarredável relação entre as ciências jurídicas e econômicas. Foram os economistas quem, inicialmente, estudaram as maneiras pelas quais os indivíduos fabricam, produzem e distribuem os serviços ou produtos necessários à sua sobrevivência, conforto, deleite ou bem estar. Para o exercício da empresa, necessitam-se de recursos, economicamente valoráveis advindos de importantes negócios jurídicos e, considerando-se a contínua ascensão e especialização do trabalho humano, revela-se ínfima a hipótese de qual algum serviço seja prestado ou algum bem produzido, do início ao fim, exclusivamente, por um único ser e advindo, unicamente, dos recursos de sua propriedade” (LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. Análise econômica das sociedades limitadas: imprescindível reflexão. *Revista Em Tempo*, v. 12, jan. 2014. p. 159. Disponível em: <https://revista.univem.edu.br/emtempo/article/view/400>. Acesso em: 22 mar. 2021).

⁹⁵ “A sociedade limitada representa o caso típico de um instituto jurídico criado especialmente para preencher uma lacuna existente na legislação comercial, diante da evidente distância entre as sociedades de pessoas ou familiares, com responsabilidade ilimitada dos sócios, e as sociedades anônimas, forma jurídica que atende às necessidades das grandes corporações” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 426).

Também é necessário destacar que o contrato de sociedade, do qual o contrato social de uma sociedade limitada é espécie, é considerado um contrato plurilateral.⁹⁶⁻⁹⁷ Esse tipo de contrato, diferentemente da demais espécies contratuais clássicas, faz com que as partes contratantes de uma sociedade concentrem seus esforços para um fim comum e econômico, o lucro,⁹⁸ como ensina Tullio Ascarelli:

À pluralidade corresponde a circunstância de que os interesses contrastantes das várias partes devem ser unificados por meio de uma finalidade comum; os contratos plurilaterais aparecem como contratos de comunhão de fim. Cada uma das suas partes obriga-se, de fato, para com todas as outras, e para com todas as outras adquire direitos; é natural, portando, coordená-los, todos, em torno de um fim, de um escopo comum.⁹⁹

Outro atributo econômico das limitadas refere-se à caracterização de uma empresa que utilize esse tipo societário como feixe de contratos.¹⁰⁰⁻¹⁰¹ Para Ronald Coase, economista autor dessa teoria, a empresa consistiria num sistema de relações de troca de fornecimentos de

⁹⁶ ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª reimpressão. São Paulo: Quorum, 2008. p. 376.

⁹⁷ “O contrato de sociedade não é da categoria dos contratos de permuta, caracterizados pela bilateralidade e reciprocidade das prestações. Trata-se de contrato *plurilateral*. Aos contratos plurilaterais não se aplica a exceção de não cumprimento do contrato e sua resolução, em consequência disso. A nulidade do contrato com relação a uma das partes não afeta o vínculo das demais partes no mesmo, a não ser que a parte com relação à qual o contrato se desfaz lhe seja essencial. Da mesma forma, o rompimento do contrato com relação a uma das partes não prejudica a sua continuidade com relação às demais. Outrossim, faculta-se o ingresso de novas partes a qualquer tempo, as quais ficarão vinculadas ao contrato social desde que expressem o seu consentimento com relação às suas disposições organizativas. No contrato plurilateral de sociedade, as partes não têm interesses contrastantes, mas o interesse comum de exercer uma atividade econômica, e contratam justamente para atingi-lo por meio da colaboração recíproca, contribuindo cada uma para o fundo comum (capital social), e partilhando entre si os resultados. Na *sociedade limitada* não apenas a constituição da sociedade é regulada pelo contrato plurilateral, mas também é a forma como se darão as relações jurídicas entre os contratantes é regida por ele” (CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 55).

⁹⁸ Ibidem, p. 55.

⁹⁹ ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral cit., p. 394.

¹⁰⁰ Ivanildo Figueiredo analisando a obra do economista Ronald Coase esclarece esta ideia da empresa como feixe de contratos. Para o autor: “A firma, a empresa, pois, pode ser compreendida como um feixe de contratos, em que as vantagens ou desvantagens dessas relações, como, por exemplo, a escolha entre um contrato de fornecimento de curto prazo, ou um contrato de duração mais longa, pode ser estratégica para os resultados lucrativos que o empresário busca atingir” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 72).

¹⁰¹ “Segundo teóricos clássicos da análise econômica do direito a empresa é vista como um feixe de contratos (*nexus of contracts*). Em uma linguagem mais jurídica, a firma é vista como um único agente subscritor de um grupo de contratos, que começa pelos contratos com os sócios e vai desde contratos com fornecedores e clientes até contratos com trabalhadores e contratos de empréstimo necessários para suprir as necessidades de fundos da empresa” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 42-43).

produtos ou serviços, estruturada segundo a orientação de recursos pelo empresário.¹⁰² Diante disso, seria papel então do empresário reduzir os custos de transação entre as trocas de produtos e serviços como forma de maximizar o lucro da sociedade.

Henrique Avelino Lana e Eduardo Goulart Pimenta, em artigo sobre a análise econômica das sociedades limitadas, expõem essa concepção dos custos de transações na limitadas:

Pode-se dizer, assim, que o “custo de transação” é aquilo de que se necessita abrir mão, pagar, ou gasta tempo e dinheiro, para efetivação, manutenção, precaução, alienação ou cessão dos efeitos jurídicos de uma relação contratualista [...] *Tal contexto, abrangendo os custos de produção, oportunidade e transação, é facilmente perceptível nas Sociedades Limitadas, as quais, por tem natureza de sociedade de pessoas, estão, em princípio, diretamente presentes no dia a dia dos sócios que as compõem.* Pela análise econômica da empresa, há a premissa de que os agentes estão no mercado visando a maximizar seus interesses, buscando a eficiência em suas condutas. Nas sociedades limitadas, a eficiência consiste permitir que as relações contratuais ocorram mediante o menor custo de transação possível. Quanto menores forem os custos de transação, em maior quantidade serão as relações contratuais para organização dos fatores (capital, trabalho, terra e tecnologia) (grifo nosso).¹⁰³

Diante do exposto *supra*, podemos perceber que a sociedade limitada, por ser considerada na maioria das vezes uma sociedade de pessoas, possui a característica econômica de os sócios lidarem com os custos de transação e oportunidade diariamente na busca da maximização do lucro. Desse modo, deve-se levar em conta esse aspecto da limitada para sua constituição ou investimento, em uma empresa que se utiliza desse tipo societário.

2.1.4 As sociedades limitadas de grande porte

A sociedade limitada, como já exposto, foi criada no século XIX com o intuito de atender as pequenas e médias empresas. Não obstante essa característica, em nosso país, mesmo antes do novo regramento instituído pelo Código Civil de 2002, uma quantidade relevante de empresas consideradas de grande porte se estruturou por meio desse tipo

¹⁰² COASE, Ronald Harry. *The Nature of the Firm* (1937). *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1990. Primeira edição brasileira: *A firma, o mercado e o direito*. Tradução Heloisa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016. p. 41-42.

¹⁰³ LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. *Análise econômica das sociedades limitadas: imprescindível reflexão cit.*, p. 165.

societário para desenvolver sua atividade empresarial e ainda é amiúde a quantidade de constituições deste tipo sociedade empresarial.¹⁰⁴

Segundo Modesto Carvalhosa:

A facilidade na sua constituição, a liberdade dos sócios na criação da sua estrutura administrativa e na regulação dos direitos dos sócios, tais como o de compra e venda de suas quotas, a desnecessidade de publicar oficialmente as demonstrações financeiras da companhia, aliados à limitação de responsabilidade inerente ao tipo societário, fizeram da limitada a forma societária preferida por inúmeras grandes empresas multinacionais instaladas no Brasil a partir dos anos 80 do século passado e se mostrou especialmente eficiente na formação de *joint ventures* entre sócios brasileiros e estrangeiros.¹⁰⁵

Diante disso, a partir das características mencionadas, que dão ensejo à criação de sociedades limitadas por empresas de grande porte, faz-se necessário conceituar essa espécie de empresa. Foi pela Lei 11.638 de 2007 (“Lei 11.638/2007”), que houve a inclusão do conceito de empresa de grande porte em nosso direito societário.¹⁰⁶

O parágrafo único do art. 3º da referida lei considera uma empresa de grande porte “a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)”.¹⁰⁷ Não obstante, a Lei 182 de junho de 2021 (“Lei 182/2021”), que instituiu o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador, incluiu na Lei das S.A. o art. 294-B, que considera de menor porte a companhia que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00

¹⁰⁴ “Surgiram as limitadas como um tipo de sociedade que tinha a vantagem da limitação de responsabilidade de seus sócios, mas sem os rigores formais da anônima e, nesse sentido, mais maleável. Entre nós, a grande flexibilidade dada a essa forma de sociedade pelo Decreto n. 3.708/19, em razão de sua extrema concisão, que deixava à autonomia da privada a fixação da estrutura e das regras que regeriam a sociedade, fez com esse tipo societário viesse a ser popularizado como forma, por excelência, da pequena e média empresa nacional, e, em geral, com poucos sócios. Mas a maleabilidade desse tipo societário propiciou que fosse, ainda, ajustada aos interesses também de grandes empresas, especialmente daquelas que, por algum motivo, desejavam fugir do formalismo, das publicações oficiais e dos rigores da sociedade anônima” (CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 34).

¹⁰⁵ Ibidem, p. 34-35.

¹⁰⁶ Antes da Lei 11.638/2007 tínhamos uma definição de empresa de grande porte na Lei 10.165/2000 que tratava sobre a política nacional do meio ambiente. Nesta lei, em seu art. 17-D, § 1º, inciso III, considerava-se empresa de grande porte “a pessoa jurídica que tiver receita bruta anual superior a R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais)”.

¹⁰⁷ Lei 11.638/2007, art. 3º, parágrafo único: “Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)”.

(quinhentos milhões de reais).¹⁰⁸ Dessarte, para uma empresa que é constituída na forma de sociedade anônima ser considerada de grande porte, terá que auferir receita bruta anual maior do que o valor citado e, caso seja constituído por outro tipo societário, será de grande porte se adequar-se ao parágrafo único do art. 3º da Lei 11.638/2007.

Diante dessa caracterização como empresa de grande porte, a sociedade terá de se submeter às normas de escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e terá a obrigação de contratar auditoria financeira independente registrada na CVM para auditar seus números (Lei 11.638/2007, art. 3º).¹⁰⁹ Esta obrigação veio com o intuito de fazer com que as grandes empresas, como, por exemplo, as montadoras multinacionais que utilizam a forma societária das limitadas pelos motivos já expostos,¹¹⁰ submetam-se às mesmas regras de elaboração e divulgação de demonstrações financeiras das sociedades anônimas, tipo societário voltado para os grandes empreendimentos.

Novamente na lição de Modesto Carvalhosa podemos compreender o intuito desse novo regramento:

A constituição e a conversão em limitadas pelas grandes multinacionais sediadas no Brasil, como se fossem padarias de esquina, lanchonetes, papelarias e outros pequenos negócios familiares, tornou-se uma enorme distorção que colocava o nosso país em situação vexaminosa por possuir duas classes de grandes empresas: as nacionais que publicavam, como sociedades anônimas, seus balanços e as multinacionais que na sua absoluta maioria refugia-se na forma de limitadas para impedir, dessa forma, a transparência dos setores que dominam, notadamente o automobilístico, o farmacêutico além das grandes distribuidoras de bebidas e outras áreas relevantes da economia brasileira. [...] Ocorre que a nova Lei 11.638/2007, atendendo ao inquestionável interesse público envolvido, elimina essa constrangedora situação exigindo que as *limitadas de grande porte*, vale dizer, aquelas multinacionais que são *dominantes* ou *relevantes* nos diversos setores produtivos do país, passem a publicar os seus balanços, devendo seguir as mesmas regras contábeis determinadas pelo International Financial Reporting Standards – IFRS para as companhias abertas.¹¹¹

¹⁰⁸ Lei 182/2021, art. 16: “A Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações: [...] Art. 294-B. Para fins do disposto nesta Lei, considera-se companhia de menor porte aquela que aufera receita bruta anual inferior a R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais)”.

¹⁰⁹ Lei 11.638/2007, art. 3º: “Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários”.

¹¹⁰ A título de exemplo temos a General Motors do Brasil Ltda.; a Ford Motor Company Ltda. e a MMC Automóveis do Brasil Ltda.

¹¹¹ CARVALHOSA, Modesto. Parte geral do estudo a respeito de aspectos societários da nova Lei 11.638/2007, no que respeita às principais alterações nela contidas sobre a publicação de demonstrativos financeiros pelas

Não obstante a obrigatoriedade da elaboração de demonstrações financeiras pelas limitadas de grande porte nos moldes das companhias, algumas juntas comerciais, como a Junta Comercial do Estado de São Paulo (“JUCESP”), mediante a Deliberação n. 02, de 25 de março de 2015,¹¹² decretaram a imposição de publicação em jornais de grande circulação das demonstrações financeiras e balanço patrimonial anual das sociedades empresárias, não constituídas como sociedades anônimas, e cooperativas consideradas de grande porte. Apesar da imposição dessa junta comercial, o próprio Tribunal Regional Federal da 3ª Região, por meio de sua segunda turma, nos autos da Apelação Cível 5003654-25.2017.4.03.6100, em que no polo ativo aparecia o Centro das Indústrias do Estado de São Paulo e no polo passivo a JUCESP, decidiu pela não necessidade de publicação das demonstrações financeiras e balanço anual alegando que a deliberação dessa junta não seria objeto de lei e exorbitaria o limite de seu poder regulamentar, ferindo o princípio da legalidade,¹¹³ o que, diante disso, consolidou o entendimento da não necessidade das empresas de grande porte a tal imposição.

Embora as limitadas de grande porte foram equiparadas, após a Lei 11.638/2007, às sociedades anônimas nas questões de elaboração de demonstrações financeiras e da necessidade de contratação de auditoria financeira independente, podemos encontrar outros aspectos das companhias nas empresas de grande porte que se utilizam do tipo societário das limitadas para operar sua atividade empresarial. A princípio, é necessário compreender que as

limitadas de grande porte. *In*: WALD, Arnoldo (Coord.). *Direito empresarial: direito societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 2, p. 570-571.

¹¹² JUCESP, Deliberação n. 2, de 25 de março de 2015, art. 1º: “As sociedades empresárias e cooperativas consideradas de grande porte, nos termos da Lei n. 11.638/2007, deverão publicar o Balanço Anual e as Demonstrações Financeiras do último exercício, em jornal de grande circulação no local da sede da sociedade e no Diário Oficial do Estado”. Disponível em <http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Delibera%C3%A7%C3%A3o%2002-2015.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2021.

¹¹³ “[...] Por sua vez, dispõe o art. 3º da Lei 11.638/2007: Art. 3º Aplicam-se às sociedades de grande porte, ainda que não constituídas sob a forma de sociedades por ações, as disposições da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre escrituração e elaboração de demonstrações financeiras e a obrigatoriedade de auditoria independente por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. Considera-se de grande porte, para os fins exclusivos desta Lei, a sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais). A correta exegese do art. 3º, da Lei 11.638/07 não imputa às sociedades de grande porte, não constituídas sob a forma de sociedade por ações, a obrigatoriedade da publicação das demonstrações financeiras e do balanço, sendo-lhes imposto, exclusivamente, o cumprimento das disposições da Lei n. 6.404/76 quanto à escrituração e à elaboração de demonstrações financeiras. E, interessa notar, que a escrituração e a elaboração de balanço, na forma da Lei 6.404/76, não implica, necessariamente, na consequente publicação. Por fim, não tendo sido a exigência em questão objeto de lei, a deliberação Jucesp n. 02/2015, exorbita os limites do seu poder regulamentar, violando o princípio da legalidade” (BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região (2ª Turma). Apelação cível n. 5003654-25.2017.4.03.6100. Disponível em: <https://pje2g.trf3.jus.br/pje/ConsultaPublica/DetalheProcessoConsultaPublica/documentoSemLoginHTML.seam?ca=eeead62e96f9a75cc1b08125a7fa07b73ee5d55eeaaffd7151a58c672487c63cda1769746e1a95f0408e325c10b3f37a83c416056556f911&idProcessoDoc=7040080>. Acesso em: 23 mar. 2021).

sociedades limitadas de grande porte, por necessitarem de estruturas mais robustas para o desenvolvimento de suas atividades, acabam por utilizar a regulação supletiva das sociedades anônimas (Código Civil, art. 1.053, parágrafo único), o que permite a criação de institutos característicos desse tipo societário como, por exemplo, conselho de administração, acordo de sócios e a possibilidade de invalidação de deliberações assembleares para auxiliar na administração e atividade empresarial da sociedade.

Desse modo, como visto, pelo caráter intermediário da sociedade limitada, que é conhecido como uma sociedade de pessoas devido ao seu *intuitu personae* por meio da *affectio societatis*, também podemos ter uma limitada com características de uma sociedade de capital, que possui *intuitu pecuniae*.¹¹⁴

Erasmus Valladão e Marcelo Vieira Von Adamek, em artigo sobre a *affectio societatis* no direito societário moderno, elucidam como uma sociedade pode apresentar aspectos diferentes daqueles seus característicos, e, com isso, usar institutos que normalmente não lhes caberia:

A noção de *affectio societatis*, no direito pátrio, é também frequentemente invocada para evidenciar o traço distintivo entre sociedades de pessoas e sociedades ditas de capital, nomeadamente para, com isso, justificar a excepcional aplicação a estas últimas de institutos próprios daquelas (como a dissolução parcial e a exclusão de sócio). Por essa linha, afirma-se que, nas sociedades de pessoas, prevaleceria a celebração de contrato de sociedade *intuitus personae*, em consideração às qualidades pessoais dos sócios, de modo que os deveres de colaboração e lealdade entre estes seriam mais estritos e marcantes do que nas sociedades ditas de capitais, onde, de regra, sobrelevaria o *intuitus pecuniae* e, portanto, o fenômeno associativo não encontraria nos atributos pessoais dos sócios a sua explicação. Assim, se numa dada sociedade anônima fechada, observa-se a prevalência dos atributos pessoais dos sócios e presença de regras de reforço das relações entre os sócios, estar-se-ia diante de uma sociedade anônima de “pessoas” e,

¹¹⁴ Na lição de Modesto Carvalhosa podemos compreender esta noção de sociedades de pessoas e de capital: “A classificação das sociedades entre *sociedades de pessoas* e *sociedades de capitais*, apesar de criticada por alguns autores, continua a ser mencionada e adotada para distinguir as sociedades conforme sejam constituídas em função do *intuitu personae* ou do *intuitu pecuniae*. Nas *sociedades de pessoas*, impera o *intuitu personae* de forma que os sócios reúnem-se em atenção às pessoas dos seus sócios, por confiarem neles. Dessa confiança recíproca entre os sócios decorrem princípios que imperam na organização da sociedade, tais como o impedimento de livre cessão das quotas sociais a terceiros estranhos à sociedade, a tomada de determinadas deliberações por unanimidade e a dissolução da sociedade em razão de morte, interdição ou falência de algum dos sócios. Nas *sociedades de capitais*, impera o *intuitu pecuniae*, sendo para os sócios mais relevante a aglutinação dos capitais em si do que as pessoas dos demais sócios, os quais muitas vezes não se conhecem. Em consequência disso, as quotas de participação no capital de cada sócio podem ser livremente cedidas a terceiros estranhos, e a sociedade perdura a despeito da morte, interdição ou falência de um dos sócios” (CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 35).

por efeito, poder-se-ia excepcionalmente aplicar a ela regras próprias de sociedades de pessoas.¹¹⁵

Diante do exposto *supra*, podemos então ter a lógica inversa, ou seja, uma sociedade limitada “de capital” que possuiria as peculiaridades de uma sociedade *intuitu pecuniae*, o que é frequente nas sociedades limitadas de grande porte. Tal concepção de uso de institutos estranhos ao tipo societário é conhecida como “heterotipia societária”, como nos ensina Marcelo Guedes Nunes:

As sociedades que apresentam um tipo societário, mas se sujeitam ao regime contencioso de outro, são denominadas *sociedades heterotípicas*: é o caso da sociedade anônima familiar, em que se autoriza, excepcionalmente, a retirada e a exclusão de acionista, e da sociedade limitada complexa, em face de quem pleiteia invalidação de deliberação social.¹¹⁶

De acordo com o trecho supracitado, percebe-se, então, que por intermédio da heterotipia societária uma sociedade limitada complexa, como é o caso da limitada de grande porte, pode fazer uso de institutos de outro tipo societário, no caso das sociedades anônimas, para desenvolver sua atividade empresarial ou em circunstâncias de um possível litígio societário.

Dessarte, a constituição de limitadas por empresas de grande porte, como multinacionais, consórcios empresariais e *joint ventures* continuará em voga, apesar das ulteriores alterações legislativas para elaboração de demonstrações financeiras e contratação de auditoria independente, pela possibilidade que a sociedade limitada possui de ser regida pela Lei das S.A., e assim utilizar seus institutos característicos sem perder o formato de um tipo societário mais simplificado do que os das sociedades anônimas.

2.1.5 Elementos comuns entre a sociedade limitada e a sociedade anônima fechada

Após a reforma do regramento das limitadas pelo atual Código Civil, alguns institutos e dispositivos legais desse tipo societário foram criados nos mesmos formatos que os da Lei das S.A. possui para o desenvolvimento das atividades das sociedades anônimas. Esses

¹¹⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 158.

¹¹⁶ NUNES, Marcelo Guedes. Dissolução parcial na sociedade limitada. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial*: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2, p. 223.

elementos em comum, mais precisamente entre as limitadas e as companhias fechadas, que não negociam suas ações no mercado de valores mobiliários, foram criados para atender estruturas de maior porte que, como visto, às vezes se divorcia do conceito de uma sociedade contratual como a limitada, o que acaba tornando, ocasionalmente, sua estrutura complexa e burocrática.

De início, temos como elemento comum entre as limitadas e as sociedades anônimas fechadas a imposição legal de que as deliberações sociais serão tomadas em assembleias (LSA, art. 121),¹¹⁷ em vez de reunião de quotistas, caso a sociedade limitada possua mais de dez sócios (Código Civil, art. 1.072, § 1º).¹¹⁸ Essa imposição, de acordo com Ivanildo Figueiredo, suprimiu uma das principais vantagens presentes na legislação anterior que era a não exigência de qualquer ato societário de caráter regular para demonstrar o funcionamento legal da sociedade,¹¹⁹ é o que nos ensina sua lição:

O Código Civil exige, para a sociedade limitada integrada por mais de dez sócios, a existência de assembleia geral de quotistas, devendo ela ser convocada e instalada anualmente (art. 1.072). O código de 2002 suprimiu, assim, uma das principais vantagens presentes na legislação anterior da sociedade por quotas, que não exigia a prática de qualquer ato societário de caráter regular para demonstrar o funcionamento legal da sociedade. Pelo menos a cada ano, a assembleia geral ou a reunião de quotistas deverá ser realizada para a aprovação das contas dos administradores, cabendo em seguida apresentar para registro perante a Junta Comercial a ata e documentos correspondentes às deliberações tomadas (art. 1.075, § 2º).¹²⁰

Alfredo de Assis Gonçalves Neto também tece crítica a esse dispositivo que trata dos órgãos deliberativos na limitada incluído pelo Código Civil. Para o autor:

Melhor seria ter o Código Civil utilizado uma só designação para o órgão deliberativo, permitindo flexibilidade nas formalidades que previu para esse concílio de sócios. A rigor, bastaria ter assegurado aos sócios os direitos de participar e de votar em todas as deliberações que a sociedade devesse tomar, reservando para o contrato social dispor, com ampla liberdade, o modo de garantir o exercício desses direitos (v.g., em reunião, em documento colocado à disposição de todos para que compareçam à sede

¹¹⁷ Lei 6.404/1976, art. 121: “A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

¹¹⁸ Lei 10.406/2002, art. 1.072: “As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembleia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato. § 1º. A deliberação em assembleia será obrigatória se o número dos sócios for superior a dez”.

¹¹⁹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 420.

¹²⁰ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 420.

social e o assinem; em comunicação de voto por carta de cada sócio à sociedade etc.).¹²¹

Além da imposição de assembleia para as deliberações sociais nas sociedades limitadas com mais de dez sócios, o atual regramento das limitadas traz em elemento comum com as companhias fechadas a possibilidade de se instituir um conselho fiscal (LSA, art. 161)¹²² caso o contrato social determine (Código Civil, art. 1.066).¹²³ Segundo Vera Helena de Mello Franco:

Dentre as novidades introduzidas pelo Código Civil de 2002 vale a pena mencionar o conselho fiscal, que, como conselho, é órgão colegiado, com um elenco de atribuições semelhante àquele de seu similar na sociedade anônima, como se depreende da leitura do elenco consubstanciado na norma do art. 1.069 do CC. E estes poderes, também aqui, são indelegáveis (art. 1.070 do CC). O órgão é composto por três ou mais membros e igual número de suplentes, sócios ou não, desde que, porém, residentes no País. Sobre eles pairam os mesmos impedimentos descritos para os administradores (art. 1.011, § 1º) e mais aqueles que a lei especifica na norma do art. 1.066, § 1º do CC. A investidura é, da mesma forma como ocorre com os administradores, mediante termo de posse, lavrado em livro próprio e em regra anual, até a próxima assembleia.¹²⁴

Diante do exposto, podemos perceber a tentativa do legislador civil de estabelecer um instituto para fiscalizar os aspectos financeiros das limitadas nos mesmos formatos das companhias. Não obstante essa inovação na fiscalização social, alguns autores, como Alfredo de Assis Gonçalves Neto, criticam a criação desse órgão pois, na maioria das vezes, ele acaba sendo “um órgão decorativo ou ocioso no seu ofício, limitado, por desconhecimento, a validar os atos da administração da sociedade”,¹²⁵ o que torna a sua criação não essencial para o desenvolvimento das atividades da empresa.

Segundo Ivanildo Figueiredo:

¹²¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 562.

¹²² Lei 6.404/1976, art. 161: “A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas”.

¹²³ “O conselho fiscal é um órgão optativo, podendo o contrato social adotá-lo ou não (art. 1.066). A função precípua desse órgão, tal como na sociedade anônima, é a fiscalização da atuação dos administradores, especialmente no que tange aos seus aspectos financeiros. Se a sociedade tiver conselho fiscal, a minoria, com pelo menos um quinto do capital, terá o direito de eleger um de seus membros” (BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário cit.*, p. 147-148).

¹²⁴ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades cit.*, p. 284.

¹²⁵ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 604.

Ainda que o conselho fiscal seja um órgão de constituição facultativa (art. 1.066), não existe justificativa para sua criação e funcionamento em uma sociedade limitada, a não ser no caso de uma sociedade composta por centenas ou milhares de sócios, contudo, nesse caso, o modelo mais adequado para a sua organização será o da sociedade anônima.¹²⁶

Tratando-se de casos de heterotopia societária, como já visto, nas sociedades limitadas de grande porte, que são sociedades contratuais de pessoas com o *intuitu pecuniae* das sociedades anônimas, os elementos comuns entre esse tipo de limitada e a sociedade anônima são mais frequentes. Diante do exposto, a possibilidade de um conselho de administração para ajudar na direção da sociedade, a possibilidade de institutos como o acordo de sócios e o uso de quotas preferenciais, típicos institutos das companhias, são exemplos de elementos em comum que a sociedade limitada pode possuir com a sociedade anônima fechada.

Ademais, também é necessário destacar a possibilidade que o art. 1.089 do Código Civil traz para que as sociedades anônimas supram suas normas pelas disposições desse código.¹²⁷ De acordo com Modesto Carvalhosa:

O art. 1.089 declara que é lei especial que dispõe sobre as sociedades por ações (Lei n. 6.404/76, com as alterações da Lei n. 9.457/97 e 10.303/2001) que regerá toda matéria, aplicando-se a lei geral – código civil de 2002 – apenas nos casos omissos. Aplica-se, no caso, o preceito contido no art. 6º da Lei de Introdução ao Código Civil: “A lei que abre exceção a regras gerais ou restringe direitos só abrange os casos que especifica”.¹²⁸

Diante disso, nas matérias que a Lei das S.A. não regula, como, por exemplo: autorização para funcionamento de sociedade estrangeira, conceito de sociedade nacional, normas sobre a inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis, estabelecimento, nome empresarial, personalidade jurídica, escrituração e responsabilidade pelos atos de prepostos,¹²⁹ será o Código Civil a legislação que as companhias irão utilizar para a regulamentação desses assuntos, tornando-se assim, em elemento comum, o regramento dessas matérias das limitadas e sociedades anônimas fechadas.

¹²⁶ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 418-419.

¹²⁷ Lei 10.406/2002, art. 1.089: “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”.

¹²⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa* (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 376.

¹²⁹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil* cit., p. 512.

2.2 O regime do capital e dos sócios da sociedade limitada no Código Civil de 2002

O regime jurídico da sociedade limitada, após a reforma legislativa desse tipo societário pelo atual Código Civil, pode ser encontrado no Capítulo IV – “Da Sociedade Limitada”, do qual é dividido em oito seções, no subtítulo II – “Da Sociedade Personificada”, do título II – “Da Sociedade”, do livro II – “Do Direito de Empresa”¹³⁰ de nossa Lei Civil. Nesse novo regramento foram dedicados 35 artigos (art. 1.052 ao 1.087) às limitadas,¹³¹ caracterizando um regime próprio, sendo complementado pelas disposições das sociedades simples (arts. 997 a 1.083 e 1.084).¹³² Não obstante essa complementaridade pelas normas das sociedades simples, a sociedade limitada pode escolher em seu contrato social, como já visto, a regência supletiva pela lei acionária.¹³³

Como observa Fábio Ulhoa Coelho:

Com a entrada em vigor do Código Civil de 2002, a questão da legislação aplicável às sociedades limitadas perde a complexidade doutrinária. Desde então, o regime disciplinar desse tipo societário é o do Código Civil, inclusive em matéria de constituição e dissolução (arts. 1.052 a 1.087). Quando omissa o Código Civil na disciplina desse tipo societário, a disciplina supletiva pode ser a da sociedade simples ou anônima, dependendo da vontade dos sócios (art. 1.053). Em outros termos, se o contrato social da limitada contiver cláusula estabelecendo a regência supletiva pelas normas da sociedade anônima, aplica-se a LSA nas omissões do capítulo do Código Civil concernente às sociedades limitadas; caso contrário, prevendo-o ou não o contrato social, as omissões desse capítulo devem ser supridas pelas normas referentes às sociedades simples.¹³⁴

Desse modo, caso a sociedade limitada não escolha expressamente em seu contrato social a regência supletiva pela Lei da S.A., que, como visto, caracteriza a limitada como uma sociedade limitada de “capital” com aspecto *intuitu pecuniae* (sociedade institucional), a limitada será regida supletivamente pelas normas das sociedades simples, caracterizando-a,

¹³⁰ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas* cit., p. 98.

¹³¹ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades* cit., p. 252.

¹³² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas* cit., p. 413.

¹³³ “Embora desnecessário, não custa afirmar, para afastar teses novidadeiras, que o Dec. 3.708/1919, foi totalmente revogado, porquanto a limitada é regulada pelos dispositivos do respectivo capítulo e, no que ele for omissa, pelas normas das sociedades simples. Ou seja, o Código Civil regulou inteiramente a matéria relativa a esse tipo societário, disso resultando a revogação da lei anterior, nos termos do art. 2º, § 1º, da LINDB” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas* cit., p. 414).

¹³⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 351.

como já é conhecida na própria legislação, como uma sociedade personificada (de pessoas) que possui o aspecto *intuitu personae* (sociedade contratual).

Apesar de esse novo regime jurídico das limitadas ser uma tentativa do legislador civil de 2002 de criar normas que atendam e que regulem, de forma eficiente, a sociedade limitada, alguns doutrinadores tecem críticas ao novo regramento.¹³⁵

Ivanildo Figueiredo, comparando o atual regime das sociedades limitadas com o do Decreto 3.708/1919, entende que o atual regramento instituiu um regime complexo e burocrático dissociado do antigo regime das limitadas, considerado um modelo mais adequado para as empresas de menor porte do qual esse tipo societário foi criado.¹³⁶ É o que nos ensina sua lição:

[...] no campo das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, o Código Civil de 2002, ao revogar o Decreto 3.708/1919, instituiu um regime complexo e burocrático que passou a disciplinar esse tipo societário. Desse modo, o perfil contratual da antiga sociedade por quotas, considerado um modelo adequado para a organização societária das pequenas empresas em razão de sua simplicidade e por assegurar aos sócios a garantia da limitação da responsabilidade, deixou de ter importância estratégica, sendo a simplicidade da sua estrutura relegada a segundo plano, em nome da proteção dos sócios minoritários, situação somente presente nas empresas de maior porte.¹³⁷

Esse também é o entendimento de José Waldecy Lucena sobre o novo regime jurídico das limitadas:

Imposta a inevitável comparação entre o Decreto n. 3.708/19 e o novo Código, há de se concluir que, se foi aquele acoimado de atécnico, e falto de regras indispensáveis, este, embora dotado de tecnicidade, não deixará de profligado como extremamente burocratizante da constituição e

¹³⁵ “O modelo de empresa reproduzido pelo Código Civil de 2002, foi aquele constante do Código italiano de 1942, construído sob ideologia fascista e influenciado pela dominação econômica do grande capital, em oposição ao Estado Social. Esse modelo, apesar de avançado para o seu tempo, ainda na primeira metade do século XX, outorgado durante a Segunda Guerra Mundial, em ambiente totalmente conturbado e conflituoso, não atende, por óbvio, na realidade brasileira do século XXI, aos parâmetros e exigências das empresas nacionais e transnacionais no atual cenário de economia globalizada e altamente competitiva. Esse regime normativo da empresa, regulado desde Código Fascista da Itália de 1942, e copiado pelo legislador conservador do Código Civil brasileiro de 2002, como herança tardia da ditadura militar (1964-1985), sob a qual seu projeto foi concebido e elaborado, não atende e sequer demonstra-se adaptável às características do mercado na atual era da globalização econômica” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 98).

¹³⁶ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 415.

¹³⁷ *Ibidem*, p. 415.

funcionamento das sociedades limitadas, assim eliminando umas das vantagens que levaram à criação e à ampla aceitação desse tipo societário.¹³⁸

Não obstante o atual regime da sociedade limitada pelo Código Civil, há de se considerar uma reforma nesse regramento para ajustá-lo à realidade das empresas que usam esse tipo societário no século XXI. Dessarte, a criação de uma nova legislação societária fora da Lei Civil,¹³⁹ como os projetos de Código Comercial: Projeto de Lei 1.572/2011 (“PL 1.572/2011”) ou o Projeto de Lei 487/2013 (“PL 487/2013”), são alternativas para um novo regime jurídico para regulamentar as sociedades limitadas.

2.2.1 *O contrato social e o caráter personalista dos sócios na sociedade limitada*

A sociedade limitada é sempre contratual sendo o contrato social o documento que rege esse tipo de sociedade. Para Fábio Ulhoa Coelho, a sociedade limitada “é sempre contratual, porque os vínculos entre os seus sócios se constituem ou se desfazem segundo as regras do Código Civil” e complementa que “a hibridez do tipo diz respeito, na verdade, ao caráter personalístico ou capitalista da sociedade”.¹⁴⁰ Sendo assim, a limitada possui o caráter personalista pelo tipo de vínculo entre os seus sócios que, mediante seu contrato social, optará as feições de uma sociedade empresária institucional ou de capitais, ou contratual e de pessoas.¹⁴¹

¹³⁸ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas* cit., p. 31.

¹³⁹ Autores como o professor Ivanildo Figueiredo criticam a união entre o direito comercial e o direito civil. Em sua obra “Teoria Crítica da Empresa” o autor expõe os motivos para a ruptura entre o direito comercial e o civil, propondo uma legislação comercial descodificada, pois considera o direito comercial um direito especial com características e princípios próprios distintos do direito civil (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 101 e ss.).

¹⁴⁰ “A natureza da sociedade limitada é matéria de contrato entre os sócios. Cabe-lhes negociar, no ato constitutivo da sociedade, as condições para a cessão de quotas. Ao contrário do que se verifica em relação às sociedades institucionais, a limitada não é sempre da mesma natureza. Cada sociedade, em particular, em razão das tratativas entabuladas pelos seus sócios, terá um ou outro perfil. A hibridez do tipo importa a existência de sociedades limitadas de pessoas e de capital, de acordo com o respectivo contrato social. A discussão sobre a natureza da sociedade limitada, assim, somente se completa pelo exame do disposto no documento que instrumentaliza a sua constituição. Em outros termos, para se definir se uma específica sociedade limitada é de capital ou de pessoas, deve-se consultar o seu contrato social” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 356-358).

¹⁴¹ Egberto Lacerda Teixeira em sua clássica obra sobre as limitadas anota que: “É costume distinguir entre as sociedades mercantis *as sociedades de pessoas* e *as sociedades de capitais*. Nas *sociedades de pessoas* os sócios aceitam-se tendo em consideração seus atributos pessoais. Repousam tais sociedades na confiança recíproca, no crédito, na solvência, na experiência dos sócios. Dizem-se formadas *intuitu personae*, motivo por que, via de regra, a morte, a incapacidade ou falência de um dos sócios, provoca a dissolução da sociedade. Ademais, a *quota* pertencente ao sócio não pode ser transferida ou cedida *inter vivos* sem o expresse consentimento, por escrito, dos demais sócios. Por último, e em consequência dos pressupostos personalíssimos da sociedade, os sócios ou pelo menos alguns deles respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais. Nas *sociedades de capitais*, ao contrário, a pessoa dos sócios não é levada em

Não obstante, não há, no atual Código Civil, disposição expressa a respeito de matérias obrigatórias que constarão nesse documento, sendo que apenas o art. 1.054 alude que o contrato social mencionará, no que couber, as indicações do art. 997 e, se for o caso, a firma social. Desse modo, o art. 997 da Lei Civil dispõe que o contrato social, público ou particular, além das cláusulas estipuladas pelas partes deve mencionar, por exemplo, o nome, estado civil e residência dos sócios; a denominação, objeto, sede e prazo da sociedade, bem como a quota de cada sócio no capital social e o modo de realizá-la.¹⁴²

2.2.2 *Estrutura do capital e sua divisão em quotas*

O capital social de uma sociedade pode ser conceituado como a soma das contribuições dos sócios, representada por dinheiro ou qualquer espécie de bens passíveis de avaliação econômica.¹⁴³ Na lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

O capital social, assim, representa a somatória dos valores em dinheiro das contribuições (em bens ou em dinheiro de contado) que os sócios trazem para formar o patrimônio da sociedade, seja no momento de sua constituição, seja em virtude de deliberações posteriores que o aumentam pelo ingresso de novos recursos ou que o reduzam, quer por perda significativa do mesmo patrimônio, quer por se revelar excessivo aos fins sociais. Não ocorrendo nenhuma deliberação social (ou seja, nenhuma manifestação de vontade da sociedade, pela pessoa de seus sócios) no sentido de alterar seu capital social (aumentar ou diminuir), ele permanecerá sempre estável, como referencial do patrimônio que os sócios reputam dever possuir a sociedade para dar conta do objeto ajustado no contrato social.¹⁴⁴

O autor também complementa que o capital social não se confunde com patrimônio social pois este “deve-se entender o conjunto de bens e direitos de que a sociedade é possuidora”.¹⁴⁵

Na sociedade limitada, o capital divide-se em quotas iguais ou desiguais, integralizadas em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação em dinheiro (Código Civil, art.

consideração especial. Unem-se os capitais, não os indivíduos. A transferência das *quotas*, ou ações, opera-se, via de regra, livremente. A morte, incapacidade ou falência dos sócios não prejudica a vida normal da sociedade. O capital social é a garantia única dos credores. Cada sócio responde apenas até os limites de sua subscrição” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada* cit., p. 24).

¹⁴² RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Sociedades limitadas* cit., p. 37.

¹⁴³ *Ibidem*, p. 49.

¹⁴⁴ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil* cit., p. 391.

¹⁴⁵ *Ibidem*, p. 391.

1.055).¹⁴⁶ Para Pontes de Miranda “quotas são as participações dos sócios no patrimônio social”.¹⁴⁷

Já para Egberto Lacerda Teixeira as quotas podem ser conceituadas como “a entrada, ou contingente de bens, coisas ou valores como qual cada um dos sócios contribui ou se obriga a contribuir para a formação do capital social”.¹⁴⁸

Segundo Alfredo de Assis Gonçalves Neto, a quota:

[...] é a parcela do capital social que representa o quinhão que cada sócio, possui no patrimônio da sociedade e os direitos daí decorrentes. É a contrapartida de sua contribuição, que se destina a lhe conferir os direitos de sócio. Em troca dos recursos que o sócio retira ou promete retirar do seu patrimônio pessoal para transferir para a sociedade, é-lhe atribuída uma quota. Seu patrimônio pessoal continua o mesmo, porquanto substitui os recursos transferidos para a sociedade por uma quota de participação no capital dela. Não se trata, apenas, de participação no patrimônio social, visto que a quota, referindo-se ao capital, assegura ao subscritor direitos mais amplos do que os dos simples quinhão patrimonial afetado aos fins do empreendimento comum. A quota, portanto, é uma espécie de bem que possui existência autônoma e valor próprio, suscetível, por isso, de ser objeto de relações jurídicas.¹⁴⁹

Desse modo, é mediante a contribuição de cada sócio que a quota social é formada e, pela união dessas quotas, o capital social da sociedade limitada é constituído.

2.2.3 *Tipos e espécies de quotas reguladas no Código Civil*

As quotas, como já anotado, podem ser iguais ou desiguais. Entretanto, muito se fala da possibilidade de mais de um tipo de quota no direito brasileiro nos mesmos formatos das ações das companhias.

De acordo com a Lei das S.A., as ações podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição (LSA, art. 15).¹⁵⁰ Segundo Nelson Eizirik:

¹⁴⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.055: O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio.

¹⁴⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi. t. XLIX, p. 375. *Apud* RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Sociedades limitadas* cit., p. 59.

¹⁴⁸ TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada* cit., p. 97.

¹⁴⁹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil* cit., p. 395.

¹⁵⁰ Lei 6.404/1976, art. 15: “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são ordinárias, preferenciais, ou de fruição”.

A ação ordinária, cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, não tem preferências econômicas e dá ao seu titular o poder político – mediante o exercício do direito de voto – de participar na direção da sociedade. Em regras, as ações ordinárias conferem iguais direito a todos os acionistas; no entanto, a Lei das S.A. admite que as ações ordinárias da companhia fechada podem ser de classes diversas, conferindo direitos desiguais [...]. A ação preferencial é aquela que tem por função principal servir de instrumento para financiar o capital próprio da companhia, mediante captação de recursos de pessoas que desejam participar nos lucros do empreendimento, mas não na gestão da sociedade. A ação preferencial confere a seu titular determinadas preferências ou vantagens patrimoniais – em comparação com as ações ordinárias – que podem consistir (i) em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) em prioridade de reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (iii) na acumulação dessas 2 (duas) preferências e vantagens. [...] A ação de fruição, pouco comum na prática de mercado, é aquela distribuída ao acionista quando sua ação, ordinária ou preferencial, é amortizada, ou seja, quando a sociedade distribui aos acionistas importâncias que eles teriam direito de receber na sua liquidação, o que somente pode ocorrer à conta de lucros ou reservas disponíveis, portanto, sem redução do capital social (art. 44, *caput* e § 2º).¹⁵¹

Em síntese, a ação (i) ordinária é aquela que dá direitos políticos como o de voto; a (ii) preferencial é aquela que dá ao seu detentor certos tipos de vantagens, como a prioridade no recebimento de dividendos; e a (iii) de fruição é o tipo de ação que os acionistas recebem quando sua ação ordinária ou preferencial é amortizada.

Em relação às quotas, a prática empresarial já reconhece a possibilidade das quotas preferencias, que, para parte da doutrina, permanece um tema controverso. Para Francisco Antunes Maciel Müssnich e Fábio Henrique Peres:

O Código Civil de 2002 não inovou a esse respeito, mantendo o silêncio legislativo acerca da admissibilidade ou não das quotas preferenciais no direito brasileiro. Era de se esperar, portanto, que o entendimento doutrinário e jurisprudencial acorda do tema se mantivesse intocado. No entanto, surgiram algumas posições doutrinárias sustentando que, a partir da edição do novo diploma, não seriam admitidas quotas sem direito de voto.¹⁵²

Abordaremos o tema da possibilidade de quotas preferenciais mais adiante neste capítulo.

¹⁵¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1, p. 163-167.

¹⁵² MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. Notas acerca das quotas no direito brasileiro. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 100.

2.3 Regulação originária e supletiva da sociedade limitada

O atual regime jurídico das sociedades limitadas, que instituiu a regência supletiva das normas das sociedades simples ou a possibilidade pela regência das normas das companhias, fez com que algumas questões doutrinárias e jurisprudenciais começassem a tomar forma devido a esses aspectos. Diante disso, algumas considerações sobre o tema devem ser esclarecidas.

De início, faz-se necessário mencionar que, para alguns autores como o professor Fábio Ulhoa Coelho, a regência supletiva pelas normas das sociedades simples ou anônimas faz com que as limitadas sejam classificadas em duas espécies ou subtipos.¹⁵³ O primeiro subtipo de limitada é aquela sujeita a regência supletiva das normas da sociedade simples. Nesse subtipo, em que o contrato social é omissivo quanto a disciplina supletiva ou quando se adota expressamente as normas da sociedade simples como regência, a sociedade será denominada de “limitada com vínculo societário instável” pois, quando contratadas por prazo indeterminado, qualquer sócio pode dela desligar-se, imotivadamente, por simples notificação aos demais sócios, aplicando-se o disposto no art. 1.029 do Código Civil¹⁵⁴ do capítulo das sociedade simples.¹⁵⁵

O segundo subtipo de limitada é aquela sujeita regência supletiva da lei acionária. Desse modo, é necessário que o contrato social contemple cláusula expressa que mencione a opção dos sócios por essa disciplina supletiva, o que irá caracterizar este tipo de sociedade como uma “limitada de vínculo societário estável”, pois não se aplica a norma do art. 1.029 do Código Civil e nem há outra disposição na Lei das S.A. que contemple qualquer forma de dissolução parcial da sociedade.¹⁵⁶

Não obstante esta classificação da limitada em dois subtipos, questões sobre a controvérsia do uso normas da sociedade simples como regra de regência supletiva e a possibilidade de regência também pelas normas das companhias ainda causam críticas e incertezas na doutrina e nos entendimentos de nossos tribunais.

¹⁵³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 358.

¹⁵⁴ Lei 10.406/2002, art. 1.029: “Além dos casos previstos na lei ou no contrato, qualquer sócio pode retirar-se da sociedade; se de prazo indeterminado, mediante notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de sessenta dias; se de prazo determinado, provando judicialmente justa causa”.

¹⁵⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 358-359.

¹⁵⁶ *Ibidem*, p. 359.

2.3.1 *Controvérsias acerca da regência das sociedades simples*

Uma das principais críticas que o atual regramento das sociedades limitadas recebeu, e continua recebendo, refere-se a regra de regência supletiva deste tipo societário pelas normas da sociedade simples. Esta disposição, por trazer normas suplementares que não refletem, na maioria das vezes, a realidade de uma sociedade voltada para a atividade empresarial, como é o caso de uma limitada, acaba por tornar este dispositivo do Código Civil controverso.

Diante disso, faz-se necessário entender os motivos desta não adequação das normas das sociedades simples como regência supletiva das limitadas. A princípio, a sociedade simples pode ser considerada como a sucessora ou substituta da antiga sociedade civil, pois ela possui a finalidade de servir para o exercício de atividades relacionadas com objeto não mercantil como, por exemplo, atividades intelectuais, de natureza científica, literária ou artística (Código Civil, art. 966, parágrafo único),¹⁵⁷ bem como outras atividades que não são caracterizadas como comerciais, podendo os sócios terem responsabilidade limitada ou ilimitada conforme estipulado em contrato social.¹⁵⁸

A ideia de uma sociedade neste formato surgiu no Código Civil italiano de 1942 e tinha como finalidade um duplo viés: tanto servir como um tipo societário destinado ao exercício de atividades não mercantis, sendo assim a sucessora da sociedade civil, como também representar um modelo societário genérico compreendendo as normas gerais de direito societário para todas as espécies de sociedade,¹⁵⁹ como nos ensina a lição de Vera Helena de Mello Franco:

[...] o fundamento da criação da sociedade simples no modelo de 1942 residiu, pura e simplesmente, na necessidade de criar uma sociedade civil apta ao exercício de atividades econômicas, posto que impedida de se valer das formas societárias comerciais chamadas de pessoas, dada a correlação entre forma e objeto (necessariamente comercial).¹⁶⁰

Apesar desta característica de estrutura voltada para atividades não mercantis da sociedade simples, o Código Civil de 2002 a definiu como tipo básico de sociedade,

¹⁵⁷ Lei 10.406/2002, art. 966: “[...] parágrafo único: Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”.

¹⁵⁸ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 392.

¹⁵⁹ *Ibidem*, p. 393.

¹⁶⁰ FRANCO, Vera Helena de Mello. O triste fim das sociedades limitadas no novo Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Malheiros, n. 123, p. 82, jul./set. 2001.

compreendendo na sua estrutura as normas gerais de direito societário. Dessarte, além de constituir um tipo societário de direito civil, as normas que a regulam irão servir em caráter subsidiário para os demais tipos societários de natureza pessoal e contratual.¹⁶¹

Segundo Vera Helena de Mello Franco:

A finalidade visada pelo legislador quando da sua criação, foi a de obter uma forma aberta, aplicável quando impossível enquadrar a finalidade colimada em qualquer das outras formas societárias existentes. Neste momento ressaltou-se, com todas as letras, a impropriedade da sua utilização para a empresa comercial.¹⁶²

Diante disso, podemos perceber que, apesar das normas da sociedade simples serem a escolha do atual regramento das limitadas para a regência supletiva deste tipo societário, este dispositivo não atende a realidade das empresas que a utilizam, pois, a sociedade limitada deve ser considerada, a partir de suas peculiaridades, uma sociedade empresária, que tem por objeto primordial a produção ou circulação de bens ou serviços.¹⁶³ Desse modo, por ser a sociedade simples uma sociedade votada para atividades não mercantis, seria mais vantajoso para as limitadas terem como normas de regência supletiva padrão as das sociedades anônimas (Código Civil, art. 1.053, parágrafo único), sociedades mercantis por natureza (LSA, art. 2º, § 1º).¹⁶⁴

Este é o entendimento de Ivanildo Figueiredo, que, analisando o dispositivo que traz a regra da regência supletiva das sociedades simples para as limitadas, defende que a regulação supletiva desse tipo societário deveria ser mediante lei acionária:¹⁶⁵

No que se refere ao regime jurídico dominante nesse tipo societário, o art. 1.053 do Código Civil prescreve que “[a] sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas das sociedades simples”, mas o contrato social “poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima”. Essa disposição normativa apresenta uma grave contradição, por recusar, em princípio, a natureza da sociedade de responsabilidade limitada como sociedade empresária, empurrando-a para a proximidade do regime aplicável às sociedades simples. Todavia, a sociedade limitada deve ser considerada como sociedade empresária, por desempenhar atividade mercantil, e a regulação supletiva do seu contrato

¹⁶¹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 392-393.

¹⁶² FRANCO, Vera Helena de Mello. O triste fim das sociedades limitadas no novo Código Civil cit., p. 81-82.

¹⁶³ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 425.

¹⁶⁴ Lei 6.404/1976, art. 2º: “[...] § 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio”.

¹⁶⁵ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 421.

deveria ser através da Lei das Sociedades Anônimas, e não das normas da sociedade simples, como previa, aliás, ao art. 18 do Decreto 3.708/1919.¹⁶⁶

Nesse sentido, também é o entendimento de Modesto Carvalhosa:

A opção do Código Civil de 2002, entretanto, é criticável, uma vez que, sendo a sociedade simples, em sua origem, no direito suíço e italiano, um modelo jurídico para as sociedades de responsabilidade solidária e não comerciais, não seriam as suas regras as mais adequadas à regência supletiva das sociedades limitadas, que, conforme se verifica na prática, são sociedades comerciais por excelência, servindo, inclusive, em nossos dias, como modelo para formação de grandes empresas industriais e comerciais e *joint ventures*. Ademais, a *estrutura orgânica* adotada para a administração da sociedade limitada no Código Civil de 2002 – que passa a permitir a administração por terceiros e a realização de assembleia geral dos sócios – levaria a uma aproximação mais natural da sociedade limitada à forma societária das anônimas.¹⁶⁷

Para Vera Helena de Mello Franco, uma possibilidade para essa questão seria uma dupla regulação resultante da prática empresarial e dos entendimentos jurisprudenciais, uma para as chamadas limitadas “de pessoas” ou contratuais e outra para as limitadas “de capitais”.¹⁶⁸ Nas palavras da autora:

Acredito, s.m.j., ser necessário reiniciar a construção do zero fazendo a disciplina legal refletir a prática e os perfis identificados pela jurisprudência, com uma dupla regulação destinada a disciplinar as sociedades limitadas, preponderantemente “de pessoas” ou contratuais, circunstância em que disciplina supletiva da sociedade simples seria aceitável e aquelas, por assim dizer, “de capitais”, ordenando-se, então, coerentemente a aplicação subsidiária da lei acionária. Note-se que estes perfis surgem perfeitamente claros conforme redação dada a cada contrato no caso concreto, em que pese o repúdio da doutrina nacional ao critério de classificação das sociedades em “de pessoas” e “de capitais”.

Desse modo, a partir da leitura dos trechos supracitados e pelo que foi exposto, entendemos pela não adequação das regras das sociedades simples como regência supletiva das sociedades limitadas por entender que este tipo societário é essencialmente voltado para atividade empresariais, o que seria então, mais compatível com a regência supletivas pelas normas da lei acionária.

¹⁶⁶ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 421.

¹⁶⁷ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 40-41.

¹⁶⁸ FRANCO, Vera Helena de Mello. O triste fim das sociedades limitadas no novo Código Civil cit., p. 85.

2.3.2 A regência supletiva das limitadas pela Lei das Sociedades Anônimas

Como visto, a regra de regência supletiva das limitadas por meio das normas da sociedade simples causa frequentemente contradições e dúvidas na prática empresarial devido à característica dessa sociedade de ser voltada a atividades não mercantis. Todavia, a possibilidade que o Código Civil oferece da sociedade limitada ser regida supletivamente pelas normas da Lei das S.A. não se apresenta como regra absoluta, não podendo a limitada se utilizar de todas as normas das companhias.

A princípio, mesmo que se considere a sociedade limitada um tipo societário híbrido ou misto devido seus aspectos característicos dominantes, a própria Lei Civil considera esta sociedade como de pessoas e de natureza contratual,¹⁶⁹ o que dá ensejo a regra da regência supletiva pelas normas das sociedades simples. Diante disso, alguns autores como Alfredo de Assis Gonçalves Neto, consideram que a regra do parágrafo único do art. 1.053 do Código Civil, que institui a possibilidade da limitada ser regida supletivamente pela Lei das S.A., não seria uma substituição do regime jurídico.¹⁷⁰ Através da lição deste autor podemos compreender esta ideia:

[...] não é possível que uma regra da Lei do Anonimato venha ser aplicada quando há tratamento específico da matéria nesses dispositivos legais. Ou seja, não pode a sociedade limitada, por exemplo, promover a convocação de assembleia geral ou regular o Conselho Fiscal nos moldes previstos na Lei n. 6.404, de 1976, quando diversos daqueles que estão nos arts. 1.066, 1.074 e seguintes do Código Civil. O caráter supletivo das normas da antes referida lei não é alternativo nem substitutivo do regime próprio que está sujeita a sociedade limitada.¹⁷¹

E complementa em obra mais recente:

Nessa perspectiva, tem-se de considerar que, há normas da Lei das S.A. incompatíveis com o regime jurídico das limitadas. A aplicação supletiva da Lei do Anonimato não é uma regência complementar e, muito menos, criativa. Entendimento diverso romperia o princípio da tipicidade adotado pelo Código Civil em relação às sociedades, permitindo que se constituísse

¹⁶⁹ FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 422.

¹⁷⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas* cit., p. 414.

¹⁷¹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário: regime vigente e inovações do novo Código Civil* cit., p. 191.

um tipo híbrido, com destruição do regramento próprio que a cada qual deles é atribuído pela lei.¹⁷²

Este também é o entendimento de Paula Forgioni que critica a interpretação do art. 1.053 do Código Civil de forma diversa. Para a autora:

Insistimos: tomando em conta de consideração a evolução da realidade brasileira, outra não pode ser a interpretação do referido art. 1.053: as regras das sociedades simples complementam-se *sempre* com aquelas gerais postas na disciplina das sociedades simples, e somente após chamam a “regência supletiva” das sociedades anônimas. *Caso contrário teríamos um novo tipo societário, estranho à nossa evolução histórica e à nossa prática – e que em nada corresponde à nossa realidade –*, no qual as regras e os princípios das sociedades anônimas haveriam de ser diretamente aplicados ao regramento específico das limitadas.¹⁷³

E ainda complementa:

Assim fosse, e viveria entre nós um quasímodo sem passado, desconectado da evolução histórica, a zombar do competente trabalho doutrinário e jurisprudencial ao longo de mais de 50 anos. Não há a “sociedade limitada simples” e a “sociedade limitada de anônima”, mas *apenas a disciplina jurídica da sociedade limitada, composta da interação da parte específica do Código com sua parte geral* (hoje corporificada na sociedade simples) e que, se assim for a vontade das partes, pode ir além, chamando naquilo que lhe for compatível, as regras e princípios das sociedades anônimas.¹⁷⁴

Diante do exposto acima, deve-se então considerar a regência supletiva padrão pelas normas da sociedade simples para as limitadas e a não aplicação absoluta das normas da Lei das S.A. quando for esta a regra de regência escolhida. Em que pese tais opiniões doutrinárias, continuamos entendendo que melhor seria como regra padrão de regência supletiva as normas da sociedade anônima devido a característica da limitada de ser uma sociedade criada e voltada para a atividade empresarial.¹⁷⁵

¹⁷² GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 415.

¹⁷³ FORGIONI, Paula A. A unicidade do regramento jurídico das sociedades limitadas e o art. 1.053 do Código Civil – Usos e costumes e regência supletiva. In: VON ADAMEK, Marcelo Viera (Coord.). *Temas de direito societário empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 222.

¹⁷⁴ *Ibidem*, p. 222-223.

¹⁷⁵ “Diante de todas as características ressaltadas como próprias e inerentes à sociedade limitada, não há como negar que este tipo societário é muito mais apropriado para o desempenho de atividade comercial, tal como se verifica na prática. Nessa condição, diante da natureza mercantil do seu objeto e do caráter lucrativo da exploração da atividade econômica, a sociedade limitada deve ser sempre regulada, em caráter supletivo, pela Lei das Sociedades Anônimas, não cabendo a aplicação supletiva do regime da sociedade simples, senão quando o objeto da sociedade estiver relacionado com o exercício de atividade rural ou de natureza literária,

2.4 Proximidade dos institutos e relações societárias entre a limitada e a S.A.

A limitada, como já anotado, pode apresentar características semelhantes à da sociedade anônima caso escolha a regência supletiva de suas normas pela das companhias. Estas características, encontradas em sociedades limitadas complexas como as de grande porte que são regidas supletivamente pela Lei das S.A., contribuem para a administração da sociedade e para a operação de sua atividade empresarial. Não obstante este aspecto encontrado em certas limitadas, podemos também encontrar sociedades anônimas fechadas que se utilizam de alguma característica da sociedade limitada, como, por exemplo, as sociedades anônimas familiares que possuem características das sociedades de pessoas.

Diante disso, neste tópico iremos apresentar a proximidade entre os institutos e relações societárias entre a sociedade limitada e a anônima.

2.4.1 Características do vínculo para ingresso e retirada de sócios

A característica para o ingresso e retirada de sócios se apresenta de forma diferente nas limitadas e nas companhias. De início, nas sociedades limitadas em que o contrato social é omissivo sobre a matéria, o ingresso de um novo sócio ou a cessão de quotas para outro sócio se dá pela anuência da maioria, mais precisamente quando não há oposição de $\frac{1}{4}$ (um quarto) dos titulares do capital social (Código Civil, art. 1.057).

Ademais, também se faz necessário anotarmos que em caso de morte de um dos sócios, a sociedade, quando expressar em seu contrato social, terá três opções caso não opte pela liquidação das quotas do sócio falecido: (i) a possibilidade do contrato social dispor de forma diversa sobre a liquidação das quotas; (ii) a dissolução da sociedade caso os sócios remanescentes optem; e a (iii) alternativa dos herdeiros, em acordo com os demais sócios, substituam o familiar falecido (Código Civil, art. 1.028).¹⁷⁶⁻¹⁷⁷ Na lição de Alfredo de Assis

artística ou científica, como, aliás, estabelece o parágrafo único do art. 966 do Código Civil de 2002” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 426).

¹⁷⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.028: “No caso de morte de sócio, liquidar-se-á sua quota, salvo: I – se o contrato dispuser diferentemente; II – se os sócios remanescentes optarem pela dissolução da sociedade; III – se, por acordo com os herdeiros, regular-se a substituição do sócio falecido”.

¹⁷⁷ “O art. 1.028 do Código Civil prestigia o princípio da preservação da empresa ao estabelecer a liquidação da quota do sócio falecido como regra geral. As três exceções legais estão relacionadas a diferentes situações nas quais a vontade dos sócios e dos herdeiros se manifesta. Portanto, a disposição do art. 1.028 de que a quota do sócio falecido deve ser liquidada se propõe a suprir a omissão das partes afetadas no contrato e é aplicável apenas quando os envolvidos não tenham chegado a uma solução negocial sobre o destino da participação societária” (NUNES, Marcelo Guedes. *Dissolução parcial na sociedade limitada* cit., p. 227).

Gonçalves Neto podemos compreender como se dá essa possibilidade de substituição do sócio falecido por seus herdeiros:

É possível, porém, que o contrato social contemple a continuidade da sociedade com os herdeiros ou sucessores do sócio falecido. Havendo cláusula nesse sentido, a anuência dos sócios remanescentes é obtida antecipadamente e, por isso, aqueles passam a ter direito de participar da sociedade, sem possibilidade, em princípio, de oposição dos referidos sócios. Para que ocorra tal participação, contudo, é preciso que os sucessores do sócio com isso consistam, uma vez que a vontade do falecido não os vincula, isto é, não os obriga a ingressar na sociedade. Por isso, ao tempo da morte do sócio que sucedem, podem pleitear a liquidação de sua quota, ainda que haja cláusula prevendo seu ingresso na sociedade, a não ser que, em momento anterior, coevo ou posterior ao falecimento, tenham manifestado sua anuência em substituí-lo.¹⁷⁸

Nas companhias, diferente das sociedades limitadas, impera, em regra, o princípio da livre circulação das ações. Dessarte, os acionistas podem livremente negociar as ações de sua titularidade e, com isso, transferir todos os direitos dela decorrentes não acarretando nenhuma alteração no estatuto social.¹⁷⁹ Nas palavras de Nelson Eizirik a “liberdade de negociação das ações constitui traço distintivo da sociedade anônima com relação às demais sociedades”, fazendo assim, esta característica, um atributo atrativo para investidores.¹⁸⁰

Apesar deste princípio das companhias para a livre circulação de ações, a própria Lei das S.A. estabelece que nas sociedades anônimas de capital fechado o estatuto pode impor limitações à circulação de ações nominativas, que são aquelas que são inscritas no “Livro de Registro de Ações Nominativas” da companhia,¹⁸¹ contanto que regule minuciosamente estas restrições (LSA, art. 36).¹⁸² Esta possibilidade que a lei acionária dá para a companhia

¹⁷⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil cit.*, p. 305.

¹⁷⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 34-35.

¹⁸⁰ “A liberdade de negociação das ações constitui o principal traço distintivo da sociedade anônima com relação às demais sociedades. Com efeito, a responsabilidade limitada dos sócios também existe em outros tipos de sociedade, constituindo mais um atributo do investimento do que da natureza da companhia. Mas a característica essencial da sociedade anônima é que ela emite títulos representativos da participação em seu capital social, as ações, que são livremente negociáveis; ou seja, os riscos dos acionistas podem ser transferidos a outros que tenham interesse em assumi-los, sem que tal transferência acarrete qualquer alteração na estrutura da companhia” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 35).

¹⁸¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 210.

¹⁸² Lei 6.404/1976, art. 36: “O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas. Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’”.

fechada restringir a circulação de suas ações, evitando assim, a entrada de novos acionistas, a aproxima da sociedade limitada onde o Código Civil, como visto, restringe a cessão de quotas.

José Waldecy Lucena, em sua obra sobre a Lei das S.A., esclarece como as companhias desenvolveram esta mesma característica típica das sociedades de pessoas:

Com o evolover dos tempos, no entanto, o *intuitus personae*, então restrito às sociedades de pessoas, passou a presidir a constituição de sociedades, cujos sócios, não querendo submeter-se à responsabilidade ilimitada daquelas sociedades, então optavam pelo tipo da sociedade anônima, embora estivessem a constituir uma sociedade familiar ou de poucos sócios, mas de capital avultado. Para logo intui-se que essa nova sociedade anônima, embora sob as vestes da antiga, necessitava transpor das sociedades de pessoas, para seu regime jurídico, as regras que sujeitavam a cessão das ações, tal como ocorria com as quotas sociais, a determinadas restrições, de tal arte a que a sociedade não fugisse das mãos da família ou do grupo que a criara.¹⁸³

Diante do exposto, pode-se concluir que, a partir da possibilidade que a Lei das S.A. confere à sociedade anônima fechada para restringir a circulação de suas ações, esta, muitas vezes, uma sociedade familiar, se aproxima das sociedades limitadas, que de acordo com o atual Código Civil é classificada como uma sociedade de pessoas. Não obstante esta possibilidade dada às companhias fechadas o próprio art. 36 da Lei das S.A. impõe que o estatuto regule minuciosamente estas limitações. Para Nelson Eizirik, esta limitação a circulação de ações deve seguir certas condições:

Na companhia fechada é permitido que o estatuto estabeleça limitações à circulação das ações, que deverão observar as seguintes condições: (i) elas devem ser reguladas de forma minuciosa e taxativa; (ii) não podem impedir o acionista de alienar suas ações, pois não se admite a intransferibilidade absoluta, mas apenas a especificação de algumas condições sob as quais a transferência pode ser efetivada; e (iii) não podem sujeitar o acionista a arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.¹⁸⁴

Tratando-se da retirada de sócios, as limitadas e as companhias, em regra, também divergem. Na sociedade limitada que possui regência supletiva pelas normas da sociedade simples e é instituída por prazo indeterminado os sócios podem retirar-se, como já visto,

¹⁸³ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1, p. 382.

¹⁸⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 267-268.

mediante notificação ao demais sócios com uma antecedência mínima de sessenta dias (Código Civil, art. 1.029), e caso seja instituída por prazo determinado deve ser provado judicialmente a justa causa (Código Civil, art. 1.029, segunda parte). Se a limitada for regida supletivamente pela Lei das S.A., não será aplicada a regra do art. 1.029, mas sim as regras de retirada de acionistas presentes na Lei das S.A., aproximando mais uma vez estes dois tipos societários.

Também se faz necessário mencionar que nas sociedades limitadas os sócios podem se retirar sempre que houver modificação do contrato social, fusão da sociedade, incorporação de outra, ou dela por outra, dentro dos trinta dias subsequentes da reunião que autorizou tal ato (Código Civil, art. 1.077).¹⁸⁵ Esta possibilidade de retirada concedida ao sócio dá a ele o direito de ter sua quota liquidada pelo o valor do montante efetivamente realizado pago com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado (Código Civil, art. 1.031).¹⁸⁶

Na sociedade anônima, a retirada é um direito essencial do acionista presente no art. 109, inciso V, da lei acionária.¹⁸⁷ Segundo Nelson Eizirik:

O direito de retirada apresenta natureza excepcional, uma vez que, (i) como é a própria companhia que deve arcar com o pagamento do reembolso devido ao acionista dissidente, o seu exercício pode colocar em risco a saúde financeira da sociedade, além de impedir ou dificultar mudanças estruturais necessárias ao desenvolvimento da empresa; e (ii) constitui medida que privilegia o interesse individual do acionista dissidente em detrimento do interesse social. As hipóteses em que se considera sacrificado o interesse do acionista e que ensejam o direito de recesso são enumeradas na Lei das S.A. (arts. 136,136-A e 137), admitindo-se que o estatuto discipline outras matérias não previstas em lei.¹⁸⁸

Diante do trecho supracitado podemos compreender que o direito de retirada nas companhias se apresenta como um direito de natureza excepcional pois o pagamento do reembolso aos acionistas dissidentes pode comprometer a saúde financeira da sociedade,

¹⁸⁵ Lei 10.406/2002, art. 1.077: “Quando houver modificação do contrato, fusão da sociedade, incorporação de outra, ou dela por outra, terá o sócio que dissentiu o direito de retirar-se da sociedade, nos trinta dias subsequentes à reunião, aplicando-se, no silêncio do contrato social antes vigente, o disposto no art. 1.031”.

¹⁸⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.031: “Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado”.

¹⁸⁷ Lei 6.404/1976, art. 109: “Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”.

¹⁸⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 80 ao 137. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2, p. 161.

privilegiando o interesse individual em detrimento do social. Este direito, como visto, ocorre a partir das circunstâncias enumeradas nos arts. 136,¹⁸⁹ 136-A¹⁹⁰ e 137¹⁹¹ da Lei das S.A. e são, por exemplo, casos de alteração nas classes de ações, fusão ou incorporação da companhia, mudança de objeto da sociedade e dissidência em convenção de arbitragem.

Outro instituto da sociedade limitada para a saída de sócio e que não está presente, em regra, nas companhias é a exclusão. Pode-se conceituar a exclusão como a saída involuntária do sócio dissidente, enquanto a retirada seria a saída voluntária.¹⁹² Este instituto está presente no Código Civil nos arts. 1.004, parágrafo único¹⁹³ e 1.058,¹⁹⁴ que tratam da exclusão de sócio remisso e no 1.030¹⁹⁵ e 1.085¹⁹⁶ que tratam da exclusão judicial e extrajudicial.¹⁹⁷

Na lição de Marcelo Guedes Nunes podemos entender este conceito de exclusão:

¹⁸⁹ Lei 6.404/1976, art. 136: “É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: I – criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II – alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; III – redução do dividendo obrigatório; IV – fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V – participação em grupo de sociedades (art. 265); VI – mudança do objeto da companhia; VII – cessação do estado de liquidação da companhia; VIII – criação de partes beneficiárias; IX – cisão da companhia; X – dissolução da companhia”.

¹⁹⁰ Lei 6.404/1976, art. 136-A: “A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o *quorum* do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45”.

¹⁹¹ Lei 6.404/1976, art. 137: “A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: [...]”.

¹⁹² NUNES, Marcelo Guedes. Dissolução parcial na sociedade limitada cit., p. 235.

¹⁹³ Lei 10.406/2002, art. 1.004: “Os sócios são obrigados, na forma e prazo previstos, às contribuições estabelecidas no contrato social, e aquele que deixar de fazê-lo, nos trinta dias seguintes ao da notificação pela sociedade, responderá perante esta pelo dano emergente da mora. Parágrafo único. Verificada a mora, poderá a maioria dos demais sócios preferir, à indenização, a exclusão do sócio remisso, ou reduzir-lhe a quota ao montante já realizado, aplicando-se, em ambos os casos, o disposto no § 1º do art. 1.031”.

¹⁹⁴ Lei 10.406/2002, art. 1.058: “Não integralizada a quota de sócio remisso, os outros sócios podem, sem prejuízo do disposto no art. 1.004 e seu parágrafo único, tomá-la para si ou transferi-la a terceiros, excluindo o primitivo titular e devolvendo-lhe o que houver pago, deduzidos os juros da mora, as prestações estabelecidas no contrato mais as despesas”.

¹⁹⁵ Lei 10.406/2002, art. 1.030: “Ressalvado o disposto no art. 1.004 e seu parágrafo único, pode o sócio ser excluído judicialmente, mediante iniciativa da maioria dos demais sócios, por falta grave no cumprimento de suas obrigações, ou, ainda, por incapacidade superveniente. Parágrafo único. Será de pleno direito excluído da sociedade o sócio declarado falido, ou aquele cuja quota tenha sido liquidada nos termos do parágrafo único do art. 1.026”.

¹⁹⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.085: “Ressalvado o disposto no art. 1.030, quando a maioria dos sócios, representativa de mais da metade do capital social, entender que um ou mais sócios estão pondo em risco a continuidade da empresa, em virtude de atos de inegável gravidade, poderá excluí-los da sociedade, mediante alteração do contrato social, desde que prevista neste a exclusão por justa causa”.

¹⁹⁷ NUNES, Marcelo Guedes. Dissolução parcial na sociedade limitada cit., p. 235.

A exclusão é o inverso da retirada. Enquanto a retirada é a saída voluntária do sócio, a exclusão corresponde à saída involuntária. A exclusão é um instituto para o qual Código Civil atribuiu uma excessiva e desnecessária complexidade. Ela consta de quatro artigos distintos, com procedimentos que variam conforme a causa e o meio de exclusão. Os arts. 1.004 e 1.058 tratam da exclusão do sócio remisso, enquanto os arts. 1.030 e 1.085 tratam da exclusão judicial e extrajudicial, respectivamente.¹⁹⁸

Diante disso, pode-se compreender a exclusão como o oposto da retirada, desse modo, tendo o sócio que descumprindo suas obrigações, poderá ser privado do direito de participar da sociedade por decisão da maioria dos outros sócios, como nos ensina, novamente, a lição de Marcelo Guedes Nunes:

A exclusão funda-se na ideia de que o sócio descumpridor deu suas obrigações pode ser privado do direito de participar da sociedade por decisão da maioria. Tal decisão, no entanto, não é discricionária e depende da caracterização de uma justa causa. A justa causa é um gênero que se divide em cinco espécies: (1) inadimplemento de contribuição do contrato social; (2) prática de uma falta grave; (3) incapacidade superveniente; (4) declaração de falência; e (5) liquidação de quota. Nem toda justa causa é uma falta grave, uma vez que a conduta que fundamenta a exclusão pode não decorrer de uma violação intencional das obrigações do sócio para com seus pares e com a sociedade.¹⁹⁹

Não obstante a exclusão ser um instituto característico das sociedades limitadas, sendo regulamentado pelo Código Civil, algumas companhias fechadas, que possuem características das sociedades de pessoas como as sociedades anônimas familiares, se utilizam da exclusão como forma de retirar o acionista que descumpriu suas obrigações ou colocou a sociedade em risco. Priscila Corrêa da Fonseca em obra sobre a dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio anota como a jurisprudência nacional já utiliza o instituto da exclusão de sócios pelas companhias fechadas. Para a autora:

Certamente motivada pela mesma preocupação que assalta as cortes norte-americanas, nossa jurisprudência já registra algumas decisões que agasalham pedidos de dissolução parcial de sociedades anônimas fechadas, como sucedâneos de pretensões tendentes à dissolução total. Em suma, assim como a prudência não aconselha a dissolução total de uma sociedade em razão da vontade isolada de um de seus membros, não se mostra igualmente razoável que aquele insatisfeito com a sua condição de sócio venha a ser constrangido a permanecer em tal situação indefinidamente ou mesmo cedê-la a troco de valor que não corresponde à respectiva participação acionária. Daí por que a dissolução parcial afigura-se, nessas hipóteses e como bem já

¹⁹⁸ NUNES, Marcelo Guedes. Dissolução parcial na sociedade limitada cit., p. 235.

¹⁹⁹ Ibidem, p. 235.

realçou o Superior Tribunal de Justiça, “a melhor solução, sob todos os prismas, jurídico social e econômico, porquanto possibilita equacionar os princípios constitucionais da liberdade de associação (art. 5º, XX) e o da função social da propriedade (art. 5º, XXIII e art. 170, III), com o princípio da preservação da empresa”.²⁰⁰

O próprio Superior Tribunal de Justiça vem decidindo nesse sentido. Através do trecho abaixo, da decisão dos Embargos de Divergência em Recurso Especial de número 11.294-PR, de relatoria do ministro Castro Filho, podemos notar como esta ideia de exclusão de sócios cabe nas companhias fechadas por elas apresentarem características das sociedades de pessoas:

É inquestionável que as sociedades anônimas são sociedade de capital (*intuito pecuniae*), próprio às grandes empresas em que a pessoa dos sócios não tem papel preponderante. Contudo, a realidade da economia brasileira revela a existência, em sua grande maioria, de sociedades anônimas de médio e pequeno porte, em regra, de capital fechado, que concentram na pessoa de seus sócios um de seus elementos preponderantes, como sói acontecer com as sociedades ditas familiares, cujas ações circulam entre os seus membros, e que são, por isso, constituídas intuito personae. Nelas, o fator dominante em sua formação é a afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, marcadas pela confiança mútua. Em tais circunstâncias, muitas vezes, o que se tem, na prática, é uma sociedade limitada travestida de sociedade anônima, sendo, por conseguinte, equivocado querer generalizar as sociedades anônimas em um único grupo, com características rígidas e bem definidas.²⁰¹

Através da decisão do Recurso Especial de número 917.531-RS, também podemos ver o posicionamento da corte no sentido de permitir a exclusão de acionista em sociedade anônima fechada:

DIREITO SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL FECHADO EM QUE PREPONDERA A AFFECTIO SOCIETATIS. DISSOLUÇÃO PARCIAL. EXCLUSÃO DE ACIONISTAS. CONFIGURAÇÃO DE JUSTA CAUSA. POSSIBILIDADE. APLICAÇÃO DO DIREITO À ESPÉCIE. ART. 257 DO RISTJ E SÚMULA 456 DO STF.

1. O instituto da dissolução parcial erigiu-se baseado nas sociedades contratuais e personalistas, como alternativa à dissolução total e, portanto, como medida mais consentânea ao princípio da preservação da sociedade e sua função social, contudo a complexa realidade das relações negociais

²⁰⁰ FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 82.

²⁰¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (2ª Turma). Emb. Div. REsp 111.294-PR. Rel. Min. Castro Filho, j. 28.06.2006. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=2505364&num_registro=200201005006&data=20070910&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 8 abr. 2021.

hodiernas potencializa a extensão do referido instituto às sociedades “circunstancialmente” anônimas, ou seja, àquelas que, em virtude de cláusulas estatutárias restritivas à livre circulação das ações, ostentam caráter familiar ou fechado, onde as qualidades pessoais dos sócios adquirem relevância para o desenvolvimento das atividades sociais (“affectio societatis”). (Precedente: EREsp 111.294/PR, Segunda Seção, Rel. Ministro Castro Filho, DJ 10/09/2007).

2. É bem de ver que a dissolução parcial e a exclusão de sócio são fenômenos diversos, cabendo destacar, no caso vertente, o seguinte aspecto: na primeira, pretende o sócio dissidente a sua retirada da sociedade, bastando-lhe a comprovação da quebra da “affectio societatis”; na segunda, a pretensão é de excluir outros sócios, em decorrência de grave inadimplemento dos deveres essenciais, colocando em risco a continuidade da própria atividade social.

3. Em outras palavras, a exclusão é medida extrema que visa à eficiência da atividade empresarial, para o que se torna necessário expurgar o sócio que gera prejuízo ou a possibilidade de prejuízo grave ao exercício da empresa, sendo imprescindível a comprovação do justo motivo.

4. No caso em julgamento, a sentença, com ampla cognição fático-probatória, consignando a quebra da “bona fides societatis”, salientou uma série de fatos tendentes a ensejar a exclusão dos ora recorridos da companhia, porquanto configuradores da justa causa, tais como: (i) o recorrente Leon, conquanto reeleito pela Assembleia Geral para o cargo de diretor, não pôde até agora nem exercê-lo nem conferir os livros e documentos sociais, em virtude de óbice imposto pelos recorridos; (ii) os recorridos, exercendo a diretoria de forma ilegítima, são os únicos a perceber rendimentos mensais, não distribuindo dividendos aos recorrentes.

5. Caracterizada a sociedade anônima como fechada e personalista, o que tem o condão de propiciar a sua dissolução parcial – fenômeno até recentemente vinculado às sociedades de pessoas –, é de se entender também pela possibilidade de aplicação das regras atinentes à exclusão de sócios das sociedades regidas pelo Código Civil, máxime diante da previsão contida no art. 1.089 do CC: “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código.”

6. Superado o juízo de admissibilidade, o recurso especial comporta efeito devolutivo amplo, porquanto cumpre ao Tribunal julgar a causa, aplicando o direito à espécie (art. 257 do RISTJ; Súmula 456 do STF). Precedentes.

7. Recurso especial provido, restaurando-se integralmente a sentença, inclusive quanto aos ônus sucumbenciais.²⁰²

A exclusão de acionistas nas companhias fechadas, como visto acima, é possível e vem sendo permitido pelos tribunais mediante leitura do art. 1.089 do Código Civil que autoriza as companhias nos casos omissos em sua legislação, utilizarem-se das disposições deste regramento, o que pode caracterizar mais um caso de heterotopia societária. O uso do instituto da exclusão, típico das sociedades de pessoas, nas companhias fechadas, nos traz mais um ponto de interseção entre as limitadas e as sociedades anônimas.

²⁰² BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4ª Turma). REsp 917.531-RS. Rel. Min. Luis Felipe Salomão. j. 17.11.2011. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=19536959&num_registro=200700073925&data=20120201&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 8 abr. 2021.

2.4.2 Possibilidade de criação e emissão de quotas preferenciais

A questão da criação e emissão de quotas preferenciais é considerado um tema controverso e polêmico para a doutrina empresarial pátria. Este tipo de quota pode ser conceituado como aquela que garante ao seu titular certas vantagens políticas, patrimoniais ou ambas,²⁰³ como, por exemplo, o direito a uma participação prioritária ou superior nos lucros a serem recebidos ou uma prioridade no reembolso de capital no caso de liquidação da sociedade.²⁰⁴

Esta possibilidade de criação de uma quota diferenciada encontra respaldo no art. 1.055 do Código Civil que, como já anotado, expressa em seu teor que “o capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio”. Não obstante, também se faz necessário anotar que uma sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das S.A. (Código Civil, art. 1.053, parágrafo único), encontra também fundamento no art. 11, § 1º da referida lei,²⁰⁵ que traz a possibilidade de criação de ações preferenciais.

No direito estrangeiro também encontramos esta possibilidade de criação de quotas desiguais. É o que nos ensina Vera Helena de Mello Franco:

No direito alienígena, sobre o ponto, o Código das Obrigações suíço é expresso, admitindo-as sob a denominação de “parts sociales privilégiées”, as quais inclusive, podem ser consubstanciadas em títulos (arts. 776, (a), (5), e 784 do Código das Obrigações). Em adendo, esclarece que as normas dispostas na lei acionária para as ações preferenciais aplicar-se-ão a estas “quotas” privilegiadas (art. 799). Orientação não discrepante advém do direito belga, que admite emissão de quotas sem direito de voto que podem atribuir o direito a distribuição de um dividendo privilegiado (art. 240 do Código sobre Sociedades belga).²⁰⁶

Para autores como Alfredo de Assis Gonçalves Neto, não é possível que a sociedade limitada possua ou emita quotas preferenciais à semelhança das ações preferenciais pois os direitos dos sócios, definidos nos arts. 1.052 e seguintes do Código Civil, não abrem espaço

²⁰³ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades cit.*, p. 287.

²⁰⁴ BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário cit.*, p. 132-133.

²⁰⁵ Lei 6.404/1976, art. 11: “O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal. § 1º Na companhia com ações sem valor nominal, o estatuto poderá criar uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal”.

²⁰⁶ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades cit.*, p. 288.

para sua adoção nem mesmo quando a sociedade é regida supletivamente pelas normas das companhias.²⁰⁷

[...] embora alguns países adotem e, no Brasil, as Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro tenham-na admitido na égide do Dec. 3.708/1919, não era nem é possível que a sociedade limitada possua ou emita quotas preferenciais, à semelhança das ações preferenciais, porque os direitos de sócio, definidos em toda inteireza no art. 1.052 e ss. do Código Civil, não abrem espaço para sua adoção e não me parece que haja compatibilidade capaz de permitir a aplicação supletiva da Lei do Anonimato para a utilização dessa figura pela sociedade limitada.²⁰⁸

O autor também complementa sua posição afirmando que a natureza da ação é diferente da quota e, com isso, não seria possível a criação de quotas preferenciais:

De fato, deve-se considerar, primeiramente, que a ação, diferentemente da quota, é um bem móvel imaterial que incorpora os direitos e obrigações relativos à sociedade que as emite, os quais aderem à ação, a igual do se dá com os direitos reais relativos às coisas móveis (direitos inerentes à coisa, que seguem a coisa, independentemente de quem ela possua o domínio), a ela integrando-se como *jus in re*; já a quota é indissociável do contrato ou ato constitutivo da sociedade e assegura, em caráter obrigacional, o direito ao exercício dos direitos de sócio. Assim, a ação é que se qualifica de preferencial e quem a subscreve ou a adquire recebe integrados a ela os privilégios que dela emanam (prioridade na percepção de dividendos, de participação no acervo etc.). No que respeita, porém, à quota social, embora possa ser objeto unitário de relações jurídicas, ela é um bem imaterial que não se desprende do instrumento constitutivo da sociedade; a ela, por isso, não se agregam os direitos e obrigações de sócio, cuja natureza é obrigacional e não real.²⁰⁹

Não obstante esta posição doutrinária de não aceitar a criação de quotas preferenciais, entendemos pela possibilidade de criação deste privilégio pois a partir da nova legislação das limitadas, com o advento do atual Código Civil, as quotas se aproximaram das ações nos quesitos de cessão a terceiros estranhos ao capital social, penhora, gravames e em casos específicos de sucessão.²¹⁰ Desse modo, enxergamos a possibilidade de criação deste tipo de quota sob as condições de: (i) o contrato social da limitada prever quais serão as vantagens e direitos que ela irá conter e (ii) que não sejam privados os direitos de voto nem participação

²⁰⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 459.

²⁰⁸ Ibidem, p. 459.

²⁰⁹ Ibidem, p. 459.

²¹⁰ SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. Das quotas preferenciais. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 544.

nos lucros e nas perdas de seus detentores.²¹¹ Denise Chachamovitz Leão de Salles em artigo sobre as quotas preferenciais esclarece esta concepção:

[...] entendo ser perfeitamente admissível no sistema jurídico vigente que as quotas de uma sociedade limitada sejam desiguais, adotem espécies e/ou classes distintas, e confirmem determinadas preferências e privilégios de cunho econômico aos seus respectivos titulares. A criação de quotas especiais ou privilegiadas deverá ser contemplada no contrato social. Os sócios deverão estabelecer pormenorizadamente quais as vantagens e privilégios afeitos a cada espécie e classe de quota, sem, contudo, excluir o direito ao voto de nenhuma, nem a participação nos lucros e perdas.²¹²

Esta também é a posição de José Edwaldo Tavares Borba, afirmando, igualmente, a necessidade de não privar o detentor da quota preferencial do direito de voto:

Deve-se, pois, ao criar cotas preferenciais, atentar para o princípio da razoabilidade, a fim de que o privilégio conferido não ganhe a conotação de exclusão, ou mesmo de lesão, em face dos interesses dos demais cotistas, especialmente dos minoritários. Essas cotas preferenciais não poderão sofrer, por outro lado, a privação do direito de voto. As deliberações dos sócios (art. 1.072) serão tomadas de acordo com o disposto no art. 1.010, ou seja, “por maioria de votos, contados segundo o valor das cotas de cada um”. Tem-se, portanto, nesse particular (direito de voto), norma expressa e imperativa, que assegura a todos os cotistas o exercício do voto segundo o valor de suas cotas. Qualquer exclusão ou restrição desse direito, por conseguinte, seria nula de pleno direito.²¹³

Vera Helena de Mello Franco, também exprime ideia neste sentido:

[...] pensamos, nada impede, tendo em vista inexistirem óbices para tanto e a maior liberdade das partes (em confronto com a S.A.), no estabelecer o regulamento contratual a autonomia da vontade, que o contrato estabeleça preferências ou vantagens, de ordem política ou patrimonial, para qualquer um dos quotistas, desde que se não lhe impeça exercer o voto. Tudo, porém, é claro, dentro dos limites traçados pelo regulamento respectivo.²¹⁴

Para autores como Francisco Antunes Maciel Müssnich e Fábio Henrique Peres, esta imposição de que a quota preferencial não deve privar o sócio do voto não deve prosperar pois o direito de voto não seria um direito essencial e poderia ser eliminado ou até mesmo

²¹¹ Ibidem, p. 547.

²¹² SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. Das quotas preferenciais cit., p. 547.

²¹³ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 133.

²¹⁴ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades cit.*, p. 288.

mitigado em face de uma contrapartida de outra natureza, em razão de não se tratar de tema de ordem pública:

Ocorre que o argumento, baseado meramente na literalidade da lei, não se sustenta em face de uma interpretação sistemática da disciplina das sociedades limitadas. Primeiramente, o direito de voto não é um direito essencial do sócio, podendo ser mitigado ou até mesmo eliminado em face de uma contrapartida de outra natureza, não se tratando de tema de ordem pública. Acrescenta-se, ainda, o fato de que o art. 1.007 do Código Civil de 2002, ao tratar das sociedades simples, dispõe expressamente que o contrato social pode estipular a distribuição desproporcional dos lucros entre os sócios, o que precisamente caracteriza uma das possíveis modalidades de quotas preferenciais.²¹⁵

Apesar desta concepção exposta acima de que o detentor de uma quota preferencial pode ter seu direito de voto privado por esta, também entendemos não ser possível este posicionamento pois, como já visto, as deliberações sociais são tomadas a partir dos votos dos sócios (Código Civil, art. 1.010),²¹⁶ e qualquer estipulação em contrário seria nula de pleno direito.²¹⁷

O próprio Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (“DREI”), responsável por estabelecer e consolidar, com exclusividade, as normas e diretrizes gerais do Registro Público e Empresas Mercantis e Atividades Afins (Lei 8.934/1994, art. 4º),²¹⁸ estabeleceu na Instrução Normativa 81, do ano de 2020, a possibilidade das sociedades limitadas, regidas supletivamente pela Lei das S.A., criarem quotas preferenciais:

²¹⁵ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. Notas acerca das quotas no direito brasileiro cit., p. 100.

²¹⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.010: “Quando, por lei ou pelo contrato social, competir aos sócios decidir sobre os negócios da sociedade, as deliberações serão tomadas por maioria de votos, contados segundo o valor das quotas de cada um”.

²¹⁷ BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 133.

²¹⁸ Lei 8.834/1994, art. 4º: “O Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (Drei) da Secretaria de Governo Digital da Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia tem por finalidade: I – supervisionar e coordenar, no plano técnico, os órgãos incumbidos da execução dos serviços de Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins; II – estabelecer e consolidar, com exclusividade, as normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins; III – solucionar dúvidas ocorrentes na interpretação das leis, regulamentos e demais normas relacionadas com o registro de empresas mercantis, baixando instruções para esse fim; IV – prestar orientação às Juntas Comerciais, com vistas à solução de consultas e à observância das normas legais e regulamentares do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins; V – exercer ampla fiscalização jurídica sobre os órgãos incumbidos do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins, representando para os devidos fins às autoridades administrativas contra abusos e infrações das respectivas normas, e requerendo tudo o que se afigurar necessário ao cumprimento dessas normas; [...]”.

5.3. REGÊNCIA SUPLETIVA DA LEI N. 6.404, DE 1976

O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima, conforme art. 1.053, parágrafo único, do Código Civil.

Para fins de registro na Junta Comercial, a regência supletiva:

I – poderá ser prevista de forma expressa; ou

II – presumir-se-á pela adoção de qualquer instituto próprio das sociedades anônimas, desde que compatível com a natureza da sociedade limitada, tais como:

- a) quotas em tesouraria;
- b) *quotas preferenciais*;
- c) conselho de administração; e
- d) conselho fiscal (grifo nosso).²¹⁹

Diante disso, pode-se concluir que, apesar das quotas preferencias continuarem um tema polêmico e controverso para a doutrina, sua utilidade flexibilidade já são reconhecidas pela prática empresarial que utiliza este instituto para atrair mais investimentos fomentando a atividade empresarial e o mercado.

2.4.3 Exercício do direito de preferência dos sócios e acionistas

O exercício do direito de preferência nas sociedades limitadas e companhias ocorre de forma parecida. Nas limitadas, o Código Civil estabelece em seu art. 1.081, § 1º,²²⁰ que se integralizadas a totalidade de quotas, caso se opte por um aumento de capital, os sócios terão trinta dias após a deliberação que autorizou tal ato, direito de preferência para participar do aumento. Para José Edwaldo Tavares Borba este direito “afigura-se relevante, na medida que propicia ao sócio o direito de perpetuar o nível de participação que detém na sociedade, evitando a diluição de seu poder de voto e de sua fração no rateio dos lucros”,²²¹ constituindo assim, um dos instrumentos importantes ao exercício da atividade e continuidade da empresa, como nos ensina sua lição:

Com o Código Civil (art. 1.081, § 1º), o direito de preferência dos cotistas ficou imperativamente assegurado em lei, garantindo-se lhes um prazo de 30 dias contados da deliberação, para, se o quiserem, exercer o direito de participar do aumento de capital. Consequentemente deliberada a elevação do capital, e observada a necessária publicidade, caberá aguardar, salvo se todos os sócios exercerem de logo a preferência, ou dela abrirem mão, o

²¹⁹ DREI. Instrução Normativa 81. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-81-de-10-de-junho-de-2020-261499054>. Acesso em: 9 abr. 2021.

²²⁰ Lei 10.406/2002, art. 1.081: “Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato. § 1º Até trinta dias após a deliberação, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares”.

²²¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 140-141.

decurso do referido prazo de 30 dias, para, somente após, e desde que inteiramente subscrito o novo capital, alterar o contrato social, efetivando o aumento pretendido.²²²

Nesse mesmo sentido, Alfredo de Assis Gonçalves Neto esclarece como este direito dado aos quotistas de uma limitada se mostra útil para a continuidade da sociedade por assegurar aos sócios o direito de acompanhar o aumento de capital:

Em boa hora o codificador de 2002 supriu a lacuna, existente na legislação por ele revogada, a respeito do direito de preferência do sócio na subscrição de novas quotas decorrentes de aumentos de capital. O fato de a lei anterior não ter dele tratado não significava, a meu ver, que esse direito não existisse. Ao sócio tem de ser assegurado o direito de manter o percentual de sua participação no capital social, o que implica reconhecer-lhe a preferência na subscrição de novas quotas em virtude de aumento desse capital, pois, do contrário, o aumento de capital não subscrito por um sócio acarreta-lhe a redução de sua participação percentual.²²³

O mesmo autor esclarece que, à semelhança da Lei das S.A., o Código Civil confere ao direito de preferência a natureza de um “bem imaterial dotado de valor econômico e, por isso, suscetível de negociação, permitindo sua transmissão a sócio ou a terceiro (§ 2º do art. 1.081)”, sendo esta cessão de direito regulada no art. 1.057 caso o contrato social contenha cláusula a respeito.²²⁴

Nas sociedades anônimas o direito de preferência é considerado um direito essencial do acionista (LSA, art. 109, inciso IV),²²⁵ não podendo ser privado nem pelo estatuto social nem pela assembleia geral. Este direito está presente no art. 171, § 1º, da lei acionária²²⁶ e assegura aos acionistas da companhia preferência para subscrição de novas ações em caso de

²²² BORBA, José Ewaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 140.

²²³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas* cit., p. 485.

²²⁴ *Ibidem*, p. 486.

²²⁵ Lei 6.404/1976, art. 109: “Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: [...] IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos arts. 171 e 172”.

²²⁶ Lei 6.404/1976, art. 171: “Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. § 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas: a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor; b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento”.

aumento de capital. Para Nelson Eizirik, esta norma “disciplina o direito de preferência dos antigos acionistas por ocasião do aumento de capital, seja em dinheiro, hipótese mais frequente, seja mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens”, e embora classificado como um direito essencial do acionista, vem se tornando cada vez mais um direito relativo pois nas companhias de capital autorizado pode ser negado em ofertas de venda de ações no mercado de valores mobiliários.²²⁷ Novamente na lição de Nelson Eizirik podemos compreender a natureza deste direito nas companhias:

Ainda que a expressão “direito de preferência” esteja consagrada no Direito Societário Brasileiro, trata-se, na realidade, de um direito de opção, pois inexistente, por ocasião da subscrição, concorrência entre os acionistas e terceiros. A sua natureza é a de um verdadeiro “poder”, um direito potestativo que integra o estado de sócio e confere ao seu titular a prerrogativa de atuar unilateralmente sobre a esfera jurídica da companhia, que se encontra numa posição passiva, obrigada a suportar os efeitos jurídicos do seu exercício por parte do acionista. A preferência constitui uma expectativa de direito; uma vez deliberado o aumento de capital com a emissão de novas ações, nasce o direito expectado à subscrição, que pode ser exercido ao longo de todo o prazo fixado pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.²²⁸

Não obstante a similaridade entre o direito de preferência nas limitadas e nas sociedades anônimas, para alguns autores como Alfredo de Assis Gonçalves Neto, a concessão deste direito para subscrição do aumento de capital nas sociedades limitadas não ampara os direitos patrimoniais do sócio e anota que teria sido oportuno o legislador inserir no regramento deste tipo societário norma semelhante à do art. 171, § 1º da lei acionária. Para o autor, a norma da lei acionária observa critérios para a determinação do preço de emissão das ações, visando a evitar uma diluição injustificada na participação do acionista,²²⁹ o que não ocorre no regramento das limitadas presentes no Código Civil. A partir de sua lição podemos compreender esta ideia:

A simples concessão do direito de preferência na subscrição do aumento de capital, no entanto, não ampara plenamente os direitos patrimoniais do sócio. Teria sido oportuno o legislador inserir, no regime da sociedade limitada, norma semelhante àquela do art. 171, § 1º, da Lei 6.404/1976, que impõe observância de critérios para a determinação do preço de emissão das ações, visando a evitar, com isso, uma diluição injustificada da participação não só

²²⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3, p. 286-287.

²²⁸ *Ibidem*, p. 288.

²²⁹ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit.*, p. 486.

percentual, mas também patrimonial do sócio que não queira ou não possa subscrever o aumento de capital. Esse assunto pode ser regulado no contrato social, mas, na omissão, é plenamente defensável a tese de o aumento de capital não poder reduzir o valor patrimonial das quotas dos sócios que não o subscreverem. Do contrário, estaria sendo chancelada uma fórmula engenhosa de subtrair o patrimônio alheio.²³⁰

Diante do trecho supracitado, depreende-se a necessidade das normas sobre direito de preferência das limitadas serem modificadas nos mesmos moldes da lei acionária para não ocorrer a diluição injustificada dos sócios que utilizam tal direito. Tratando-se das limitadas regidas supletivamente pela Lei das S.A. este aspecto estaria regulado por este regramento, o que não causaria tal preocupação aos sócios da sociedade.

2.4.4 Funcionamento e instalação de conselho de administração

A administração da sociedade se apresenta, em regra, de forma diferente nas sociedades limitadas e anônimas. Nas companhias,²³¹ a sociedade poderá ser administrada pela diretoria ou pela diretoria em conjunto com o conselho de administração (LSA, art. 138),²³² que se apresenta como órgão de deliberação colegiada em que seus membros são escolhidos e eleitos pelos acionistas da sociedade.²³³ Para Nelson Eizirik:

O conselho de administração é definido como órgão de deliberação colegiada, o que significa que seus membros devem deliberar em conjunto, não detendo competência individual. As decisões do órgão, manifestações de sua vontade, são tomadas em suas reuniões, mediante votação, se necessário, prevalecendo sempre o princípio majoritário. Ou seja, diversamente do que ocorre com o conselho fiscal, os membros do conselho de administração não têm competência individual, não podem singularmente exercer qualquer

²³⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 486.

²³¹ “Diferentemente das sociedades de pessoas, as decisões e a administração da sociedade anônima podem não competir aos seus fundadores ou aos acionistas depois de admitidos. É que a Lei criou órgãos e instituiu disciplina que não podem ser desobedecidos (*ius cogens*): assim, a *assembleia geral* delibera sobre o que diz respeito à companhia; o *conselho de administração*, se criado, fixa a orientação geral dos negócios da companhia; a *diretoria* administra a companhia e a representa ativa e passivamente; e o *conselho fiscal*, quando instalado, fiscaliza os atos de administradores” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei* (arts. 121 a 188). Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2, p. 273-274).

²³² Lei 6.404/1976, art. 138: “A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. § 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores. § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. § 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia. § 4º A Comissão de Valores Mobiliários poderá excepcionar a vedação de que trata o § 3º para as companhias com menor faturamento, nos termos de sua regulamentação”.

²³³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 22-24.

atribuição. As decisões tomadas pelo órgão vinculam todos os seus membros, mesmos os ausentes e os dissidentes, os quais poderão lavrar seus votos em separado.²³⁴

Para a composição deste órgão de administração da companhia, a lei acionária define que este será composto de no mínimo três conselheiros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer o número de conselheiros, o modo de substituição destes, o prazo do mandato e as normas sobre a convocação, instalação e funcionamento do órgão (LSA, art. 140).²³⁵ Diferente da diretoria, as deliberações do conselho de administração são alcançadas após prévias discussões e votação majoritária, tratando-se, assim, de uma resolução de ordem plural.²³⁶ Novamente na lição de Nelson Eizirik podemos compreender como se dá as deliberações deste órgão social:

A deliberação do conselho de administração é a decisão alcançada após prévia discussão e votação majoritária; trata-se, assim, de uma resolução de ordem plural, diversamente do que ocorre com a diretoria, em que as decisões, de natureza executiva, são, em regra, individuais, de cada um dos diretores. As deliberações de órgãos colegiados, como o conselho de administração ou a assembleia geral, constituem atos coletivos, diferenciando-se dos contratos, nos quais as partes somente se vinculam nos termos de suas declarações; a deliberação do órgão colegial vincula a todos os seus membros, ainda que dissidentes ou ausentes.²³⁷

Sobre a competência deste órgão a Lei das S.A. define em seu art. 142²³⁸ suas atribuições, como, por exemplo, fixar a orientação geral dos negócios da companhia; eleger e destituir os diretores e fixar-lhes suas atribuições bem como fiscalizar suas gestões; convocar

²³⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 24.

²³⁵ Lei 6.404/1976, art. 140: “O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer: I – o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembléia ou pelo próprio conselho; II – o modo de substituição dos conselheiros; III – o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; IV – as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias”.

²³⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 30.

²³⁷ *Ibidem*, p. 30.

²³⁸ Lei 6.404/1976, art. 142: “Compete ao conselho de administração: I – fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II – eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III – fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV – convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do art. 132; V – manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI – manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII – deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX – escolher e destituir os auditores independentes, se houver”.

assembleia geral, quando julgar conveniente, e deliberar quando o estatuto autorizar sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição.

Nas sociedades limitadas a administração se dá, em regra, por meio de uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado (Código Civil, art. 1.060),²³⁹ podendo-se criar estruturas mais complexas como órgãos de deliberação à semelhança dos previstos na lei acionária.²⁴⁰ Na lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

[...] a administração da sociedade limitada pode ter a estrutura que os sócios desejarem, variando deste a singular à coletiva – esta última com a possibilidade de se desdobrar em fórmulas simples ou mais complexas, inclusive com a criação de órgãos colegiados de Deliberação à semelhança dos previstos para as sociedades anônimas, enquanto compatíveis com o regime jurídico próprio da sociedade limitada. Contentou-se o codificador em estatuir que a administração da sociedade limitada se dá por uma ou mais pessoas, designadas no contrato social ou em ato separado (art. 1.060), sem impor qualquer limitação.²⁴¹

Desse modo, pode a sociedade limitada criar um conselho de administração nos mesmos formatos das companhias, caso a sociedade seja regida supletivamente pela Lei das S.A. e desde que se observe os temas dos quais não podem ser privados de deliberar os sócios como, por exemplo, a eleição ou destituição de administradores como nos ensina, novamente, a lição de Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

Se a sociedade adotar um conselho de administração, à semelhança das companhias, é preciso filtrar da competência do órgão os temas dos quais não podem ser privados de deliberar os sócios. É o caso, por exemplo, da eleição ou destituição de administradores ou, ainda, do modo de sua remuneração, que a lei confere, com exclusividade, à pessoa dos sócios e que dependem de seus votos para formação da maioria destinada à aprovação dessas matérias (CC, art. 1.071, II, III e IV, e art. 1.076, II).²⁴²

Não obstante esta possibilidade de se criar um conselho de administração dada a uma limitada regida supletivamente pela lei acionária, o enunciado 64 da II Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal, assentou o entendimento de que caso a sociedade

²³⁹ Lei 10.406/2002, art. 1.060: “A sociedade limitada é administrada por uma ou mais pessoas designadas no contrato social ou em ato separado”.

²⁴⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 516.

²⁴¹ Ibidem, p. 516.

²⁴² Ibidem, p. 518.

não seja regida supletivamente pela Lei das S.A., e não haja regramento específico sobre o órgão no contrato social, serão aplicados por analogia as normas das companhias.²⁴³

Nesse sentido é o entendimento de Modesto Carvalhosa:

[...] pode ocorrer de a limitada ter um modelo com a estrutura mais próxima à da anônima, adotando, por exemplo, a divisão de seu capital em quotas preferenciais e ordinárias e a criação de um Conselho de Administração, e, ao mesmo tempo, deixar de optar expressamente no contrato social pela adoção das regras da sociedade anônima como lei supletiva. Nesse caso, ter-se-ia, pela letra deste art. 1.053, de recorrer às disposições da sociedade simples, que nada dispõe sobre as matérias especificamente mencionadas. Parece-nos claro, nesses casos, que ao intérprete caberá recurso à Lei de Sociedades Anônimas. E essa aplicação da Lei do Anonimato dar-se-á ou pelo reconhecimento de que a verdadeira intenção das partes (art. 112 do Código Civil de 2002) era de optar pela regência supletiva das sociedades anônimas, formatando sua sociedade com características de uma sociedade de capitais, ou por analogia (art. 4º da Lei de Introdução ao Código Civil), diante da omissão da lei supletiva.²⁴⁴

Dessarte, mesmo a limitada que não opte pela regência supletiva da lei acionária crie um conselho de administração, seu regramento e funcionamento se dará pelas regras da Lei das S.A., observando-se o que for compatível com este tipo societário. Diante disso, há de considerar a criação deste órgão de deliberação para a administração de uma empresa que utilize a forma societária das limitadas.

O conselho de administração, órgão já utilizado nas sociedades limitadas complexas, como as de grande porte que necessitam de grandes estruturas para a sua atividade, se mostra como mais um instrumento útil para a direção da sociedade, podendo sua criação ocorrer, como visto, até mesmo nas limitadas não regidas supletivamente pelas normas das companhias.

2.4.5 *Emissão de valores mobiliários*

A questão da emissão de valores mobiliários nas sociedades limitadas se apresenta como mais um tema controverso e polêmico na doutrina empresarial nacional. Para diversos

²⁴³ “Criado o conselho de administração na sociedade limitada, não regida supletivamente pela Lei de Sociedade por Ações (art. 1.053, parágrafo único, do Código Civil) e, caso não haja regramento específico sobre o órgão no contrato, serão aplicadas, por analogia, as normas da sociedade anônima” (JUSTIÇA FEDERAL. Enunciado n. 64 da II Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/785>. Acesso em: 12 abr. 2021).

²⁴⁴ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 44.

autores, a questão da emissão de títulos estranhos ao capital social não cabe nas limitadas pois não se encontra respaldo em lei e porque valores mobiliários são caracterizados como títulos típicos das sociedades por ações.²⁴⁵

Não obstante tais posições doutrinárias, discordamos por achar que as sociedades limitadas podem sim emitir títulos de dívida como as debêntures para financiar sua atividade empresarial, do qual é objeto o presente estudo. Dessarte, nos próximos capítulos adentraremos no estudo de tais valores mobiliários e na possibilidade das limitadas emitirem tais títulos.

²⁴⁵ RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Sociedades limitadas* cit., p. 58.

3 AS DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA

3.1 As debêntures como título societário próprio

As debêntures sempre foram consideradas importantes instrumentos para a empresa financiar sua atividade empresarial. É um título abstrato de dívida que a sociedade tem a prerrogativa de criar, prestando-se, normalmente, a conceder à empresa emitente recursos de longo prazo que se destinam ao financiamento de investimentos.²⁴⁶ Na lição de José Edwaldo Tavares Borba, podemos destacar a finalidade e características das debêntures:

As debêntures prestam-se, normalmente, a propiciar à empresa emitente recursos de longo prazo, destinando-se, em regra, a financiar investimento fixo. São uma alternativa para o aumento de capital, sendo indicadas nos casos em que o mercado não se encontre predisposto à absorção de ações ou, ainda, quando aos antigos acionistas não convenha aumentar o capital próprio – com isso reduzindo o lucro por ação – bem como nas hipóteses em que um lançamento vultoso de ações (excesso de oferta) seja julgado inconveniente, dados os reflexos negativos que poderia operar sobre sua cotação em bolsa de valores. Mas não só os investimentos fixos poderão ser financiados por debêntures, servindo estas também para atender às necessidades de capital de giro da sociedade.²⁴⁷

Pode-se considerar o surgimento das primeiras características do empréstimo debenturístico²⁴⁸ na Idade Média, onde estes eram emitidos como uma obrigação do Estado em favor de indivíduos que contribuíssem para o financiamento de empreendimentos públicos, evitando, assim, o aumento de impostos, aplicando-se às mais diversas finalidades de interesse coletivo.²⁴⁹ Foi na República de Gênova, desde o século XII, que a emissão destes empréstimos eram garantidos pela arrecadação de certos impostos e, a partir do século XIV, passaram a ser divididos em frações de igual valor, onde eram concentrados numa corporação de credores denominada Casa de San Giorgio, lembrando as associações modernas de portadores de debêntures. No âmbito privado, a concessão de empréstimos desse tipo começou a ocorrer na Inglaterra a partir do século XIX, na época da Revolução

²⁴⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 276.

²⁴⁷ *Ibidem*, p. 276-277.

²⁴⁸ “A debênture encontra as suas raízes mais remotas na categoria das obrigações por declaração unilateral de vontade, posto que, com efeito, o título em si mesmo, é uma promessa unilateral de pagamento” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 1).

²⁴⁹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 21.

Industrial, onde a palavra debênture foi utilizada pela primeira vez com o sentido que conhecemos.²⁵⁰⁻²⁵¹

Também no século XIX, foi que as debêntures surgiram nas Companhias Inglesas e Francesas de estradas de ferro e crédito imobiliário, sendo constituídas como títulos de dívida com a finalidade de financiar estes empreendimentos e sendo utilizadas também pelas grandes Companhias Norte-Americanas para a captação de recursos.²⁵²

Em nosso país, o surgimento das debêntures está profundamente ligado à vinda da Família Real Portuguesa, quando foi permitida a instalação de indústrias e a expansão do comércio, e criadas as primeiras instituições financeiras.²⁵³ Um decreto de 1808 aboliu a proibição de fábricas no Brasil, tendo início o período industrial, onde o crédito, necessário ao giro de dinheiro e o capital privado, passa a ter condições de circular no país.²⁵⁴

Com o fim do período colonial, e com o início de expansão da atividade econômica, se fazia necessário um instrumento jurídico eficiente para o reconhecimento de dívidas e para sua cobrança, como assim observa José Romeu Garcia do Amaral:

Com o fim do período colonial, inicia-se a fase de expansão da atividade econômica, com boa parte dos recursos fluindo para o entorno da Corte portuguesa no Rio de Janeiro. A revogação da política de restrições, até então imposta à Colônia, na esteira da abertura comercial, também favoreceu

²⁵⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 2.

²⁵¹ “No século dezenove, com a revolução industrial em franca expansão, surgidas as grandes empresas, impositiva tornou-se a busca de capitais de vulto. Nem sempre era conveniente às companhias aumentarem seu capital, que podia envolver seu controle e aumentava a partilha dos lucros, com o ingresso de novos acionistas. Às vezes, a necessidade de dinheiro era temporária, não justificando, assim, aumentar-se o capital. Já os empréstimos de bancos ou particulares, se em quantias elevadas e a prazos longos, não eram de fácil obtenção. Uma das soluções aventadas foi a emissão de títulos ao portador, tomando-se dinheiro junto ao público investidor, necessário ao desenvolvimento das empresas. Assim, naqueles países, cujas legislações proibiam a emissão de tais títulos, abriu-se exceção em favor das sociedades por ações, permitindo-se então, a formalização de empréstimos, com garantia real, mediante a subscrição de títulos-valor” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei* (arts. 1º a 120) cit., p. 521).

²⁵² LAUAND, Rodrigo Porto. *Debêntures – Fundamentos jurídicos – Comunhão de interesses – Direitos essenciais e as deliberações em assembleia*. Mestrado (Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, 2003. p. 4.

²⁵³ Carvalho de Mendonça anota a importância da criação do Banco do Brasil para o desenvolvimento da indústria e economia nacional nessa época: “Oito anos depois fundado o Banco de França, o Alvará de 12 de outubro daquele ano de 1808 criava no Rio de Janeiro um *banco nacional*, banco público, que primeiro tomou o nome de Banco do Brasil, tendo por objetivo, além da faculdade de emissão de bilhetes pagáveis ao portador, operações de desconto, comissões, depósitos pecuniários, saques de fundos por contados particulares e do Real Erário, tudo isso dizia o Alvará do Príncipe Regente, afora outros fins, ‘para promover a indústria nacional pelo giro e combinação dos capitais isolados’” (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Livro II. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1946. v. IV. p. 77. *Apud* AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 26).

²⁵⁴ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 26.

a transformação econômica. Além disso, “a existência de um instrumento jurídico eficiente de reconhecimento das dívidas e a certeza de cobrança” – um título de cobrança reconhecido pelas autoridades –, poderiam tornar a circulação de capitais mais segura e, de certa forma, protegida pelo aparato estatal, facilitando a emissão de títulos, obrigações ou debêntures.²⁵⁵

A partir da necessidade de uma legislação para proteção do crédito e para a regulação das falências dos comerciantes, foi que em 1850 foi promulgado o Código Comercial brasileiro (Lei 556, de 25 de junho de 1850). Nele se estabeleceram as primeiras normas jurídicas codificadas sobre direito comercial e que, embora fossem tratadas neste código as sociedades anônimas, e também as sociedades comerciais, não existia qualquer dispositivo que tratasse da emissão de obrigações ou debêntures. Após um vácuo legislativo sobre a matéria, dez anos depois foi promulgada a Lei 1.083/1860, onde foi utilizada pela primeira vez a expressão “título ao portador”, que proibiu as companhias de emitirem notas, bilhetes, papéis ou títulos ao portador sem a autorização do Poder Legislativo, com exceção das instituições financeiras criadas pelo Poder Executivo.²⁵⁶

Foi apenas a partir da Lei 3.150/1882, que a emissão de obrigações ao portador passou a ser autorizada como meio de empréstimo e, em continuidade, com a promulgação do Decreto 8.821/1882, o vocábulo debêntures foi introduzido em nosso ordenamento. Novamente na lição de José Romeu Garcia do Amaral podemos compreender a evolução do empréstimo debenturístico de nosso país nesta época:

Foi somente a partir da Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1.882, decretada por Dom Pedro II, que instaurou o regime das disposições normativas, ou da liberdade, na constituição das companhias, que a emissão de obrigações ao portador passou a ser autorizada como meio de contrair empréstimos junto ao público investidor (“Art. 32. *E’ permitido ás sociedades anonymas contrahir emprestimo de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador.*”), introduzindo-se, ainda, no direito brasileiro, a expressão *obrigações ao portador*, herdada do direito continental europeu. O vocábulo *debêntures*, por sua vez, foi introduzido em nosso ordenamento pelo art. 21, do Decreto 8.821, de 30 de dezembro de 1.882, que regulamentou a Lei n. 3.150, inserindo-o entre parênteses após a palavra *obrigações*, o que demonstra o entendimento à época de que debêntures e obrigações eram sinônimos.²⁵⁷

No período do regime republicano, as debêntures e obrigações foram tratadas pelo Decreto 1.641/1890, que autorizou a forma privilegiada que antes poderia ser quirografária,

²⁵⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 27.

²⁵⁶ *Ibidem*, p. 28.

²⁵⁷ *Ibidem*, p. 30.

sendo este ato normativo consolidado no Decreto 434/1891. A legislação que teve por objetivo regular especificamente a emissão de empréstimo em obrigações ao portador, ou debêntures, com novas regras e privilégios, como, por exemplo, a preferência a quaisquer outros títulos de dívida que viessem a recair sobre os ativos ou bens da companhia emissora, veio com o Decreto 177-A/1893.²⁵⁸⁻²⁵⁹

Este decreto teve longa duração, pois vigorou, com algumas modificações, até o advento da atual Lei das S.A. (Lei 6.404/1976).²⁶⁰ Entre suas modificações temos o Decreto 2.519/1897, revogado pelo Decreto 22.431/1933, que instituiu uma comunhão de interesses entre os debenturistas, e posteriormente revogado pelo Decreto-Lei 781/1938, que mantinha a comunhão de portadores de debêntures, mas estabeleceu a figura de um representante para tratar em nome desta.²⁶¹

Com o advento da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965 (“Lei do Mercado de Capitais”), passou a ser permitida a emissão das debêntures ou obrigações ao portador ou endossáveis,²⁶² e a criação das debêntures conversíveis em ações, que já eram amplamente utilizadas nos Estados Unidos.²⁶³ Também foi estabelecido por essa legislação a submissão de registro perante o Banco Central das emissões de oferta pública de debêntures e sua negociação em bolsa e no mercado de balcão, sendo este registro transferido para a Comissão de Valores Mobiliários a partir da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.²⁶⁴

²⁵⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 30-31.

²⁵⁹ Ary Oswaldo Mattos Filho explica como ocorreu a edição do Decreto 177-A: “Uma vez ocorrido o desastre pela débâcle pela crise do Encilhamento, destruindo os mercados de renda fixa e renda variável, volta o governo federal seus olhos para dar aos investidores lesados maior garantia nas eventuais e futuras emissões de debêntures. É nesse sentido que é editado o Decreto n. 177-A, em 15 de setembro de 1893, trazendo uma série de novidades tendentes a dar maior transparência às ofertas de obrigações, além de garantir as emissões com o patrimônio social da emitente” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. v. 1, t. 2, p. 21).

²⁶⁰ “O Decreto n. 177-A teve longa duração, eis que, com algumas modificações, vigorou até o advento da atual Lei 6.404/1976, e surgiu em reação ao grave período de tumulto financeiro, eclodido aos albores da república (1890-1892), apelidado de *encilhamento*, e quando era Ministro da Fazenda Rui Barbosa. Por isso mesmo, um diploma extremamente rigoroso na disciplina de emissão de debêntures, e que acabou por travar sua adoção pelas companhias, tanto que por décadas lançadas ao obívio” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei* (arts. 1º a 120) cit., p. 524).

²⁶¹ *Ibidem*, p. 524.

²⁶² *Ibidem*, p. 525.

²⁶³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin: 2013. p. 542.

²⁶⁴ *Ibidem*, p. 542.

Apesar destas duas leis tratarem sobre as debêntures, o Decreto 177-A/1893, como já dito, só foi revogado com a promulgação da atual Lei das Sociedades por Ações. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, juristas responsáveis pela criação da Lei 6.404/1976, esclareceram na sua exposição de motivos que esta nova legislação tinha como um dos objetivos, reformular, inteiramente, o negócio jurídico das debêntures, que na época ainda era regulada pelo Decreto 177-A/1893, do qual foi editado em reação à crise de “encilhamento” do ano de 1891, e cuja rigidez contribuiu para a pouca utilização dessa modalidade de valor mobiliário como instrumento de financiamento das companhias.²⁶⁵

Na lição de Francisco Antunes Maciel Müssnich podemos compreender esse objetivo da Lei das S.A. para a reforma das debêntures:

A Lei n. 6.404/76, que sucedeu o Decreto-Lei n. 2.627, veio reformular inteiramente o instituto, com a intenção de difundir a sua utilização pelas companhias para atender às suas necessidades financeiras. O novo regime legal também teve como efeito diminuir a rigidez que se manteve na legislação brasileira aplicável às debêntures, resquício do período conhecido como *encilhamento*, ocorrido ainda no fim do século XIX, em que elas foram amplamente utilizadas de forma especulativa.²⁶⁶

Neste novo regramento foram conservados os princípios do regime anterior, somados a dispositivos modernos que foram inspirados em legislações que as debêntures tem ampla utilização como instrumento de capitalização da empresa.²⁶⁷ Diante disso, com essa nova lei, as debêntures passaram a ser consideradas como título societário próprio e independente para o financiamento das companhias (título abstrato de dívida),²⁶⁸ o que diverge de seu conceito no regime anterior, que estava estritamente ligado à noção de empréstimo (Decreto 177-A/1893, art. 1º).²⁶⁹ Para Norma Jonssen Parente, “A Lei das S.A. reconheceu a realidade das

²⁶⁵ CVM. Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/em196-lei6404.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2021.

²⁶⁶ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 542.

²⁶⁷ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 6, p. 202.

²⁶⁸ “Note-se que muito embora a legislação brasileira tenha se referido ao termo *debêntures* pela primeira vez com o Decreto n. 8.821, de 30 de dezembro de 1882 – que tinha por objetivo regulamentar a Lei n. 3.150/1882 –, como sinônimo de obrigação ao portador, somente com a Lei das Sociedades por Ações uniformizou-se a nomenclatura, ao se referir às debêntures como um título diverso, independente, com as características e especificidades que lhe são peculiares – pondo fim, assim, a essa confusão terminológica” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 543).

²⁶⁹ Decreto 177-A/1893, art. 1º: “As companhias ou sociedades anonymas poderão emitir empréstimos em obrigações ao portador (debentures), de conformidade com o disposto nesta lei”.

debêntures, eliminando qualquer referência a empréstimos”, fazendo, assim, que esse instituto passasse a assumir as características pertinentes a um título abstrato.²⁷⁰ Dessarte, caso haja uma posterior relação jurídica de transferência entre o subscritor e o seu detentor, a debênture não será afetada.²⁷¹

Portanto, é com base nesse aspecto de título societário próprio e independente que a Lei das S.A. conferiu às debêntures, é que esse negócio jurídico se tornou um dos principais instrumentos de financiamento das companhias regulado pelo direito comercial brasileiro.

3.2 Financiamento da empresa por meio da emissão de debêntures

Numa sociedade mercantil voltada para a atividade empresarial, os instrumentos jurídicos para a sua capitalização podem resultar de diversas formas, pelo aumento de capital, autofinanciamento, empréstimos obtidos em instituições financeiras, e, nas sociedades anônimas, a princípio, também pela emissão de obrigações, a exemplo das debêntures.²⁷² A escolha de uma dessas formas de financiamento varia de acordo com as circunstâncias e a conjuntura em que a empresa esteja.²⁷³

Essa é a lição de Nelson Eizirik:

A companhia pode obter recursos necessários ao desenvolvimento de sua atividade de várias formas: (i) autocalcapitalização; (ii) emissão de ações; (iii) empréstimos junto ao sistema financeiro; e (iv) empréstimos mediante a emissão de títulos de dívida, como são as debêntures.²⁷⁴

Desse modo, podem os acionistas de uma companhia, em determinado momento, não optar por subscrever um aumento de capital, nem permitir que terceiros subscrevam, como também não recorrer a empréstimo bancário pois este, na maioria das vezes, é considerado mais custoso e voltado para investimentos de curto prazo. A opção do autofinanciamento pode também ser desvantajosa e desaconselhável para a sociedade, já que importa um esvaziamento de suas reservas, ou ser impossível devido à falta destas.²⁷⁵

²⁷⁰ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 208.

²⁷¹ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 542-543.

²⁷² LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120) cit.*, p. 526.

²⁷³ *Ibidem*, p. 526.

²⁷⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 352.

²⁷⁵ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120) cit.*, p. 526-527.

Diante disso, entre os meios de busca financeira, a emissão de debêntures se apresenta como um importante instrumento e excelente opção para o financiamento da empresa,²⁷⁶ funcionando por meio da captação de recursos como modalidade de valor mobiliário,²⁷⁷ e sendo uma alternativa aos empréstimos bancários como destaca Nelson Eizirik:

A finalidade econômica da debênture consiste em possibilitar o financiamento da companhia emissora, mediante empréstimo contraído junto a restrito círculo de pessoas (quando se trata de uma emissão privada) ou mediante apelo à poupança popular (no caso de emissão pública colocada no mercado de capitais). É uma forma de a companhia contrair um empréstimo junto ao público, quando necessita de recursos e não deseja recorrer às instituições financeiras, nem aumentar o seu capital social, com a consequente emissão de novas ações.²⁷⁸

Em sentido semelhante é o entendimento de Francisco José Pinheiro Guimarães:

A função precípua da debênture é servir de instrumento nas trocas que se processam no mercado de capitais entre a companhia e os agentes que dispõem de poupanças para investir: a companhia emite debêntures que entrega aos investidores recebendo em troca recursos, que aplicará para os fins constantes da escritura de emissão. Esta escritura estipula o vencimento, a taxa de juros e demais condições das debêntures. Na sua função de instrumento de troca por capital de empréstimo a debênture é – necessariamente – título de prazo médio ou longo.²⁷⁹

Dessarte, pode a companhia no decorrer de sua atividade empresarial se valer das debêntures como forma de financiamento de médio ou longo prazo e como alternativa à contratação de empréstimos junto a instituições financeiras.²⁸⁰ Em relação aos motivos para o

²⁷⁶ Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, em obra clássica sobre as sociedades anônimas no direito brasileiro, anotam que: “[...] inscrevem-se as debêntures como utilíssimo mecanismo de suprimento de recursos financeiros à S.A. Constituem elas uma opção válida a ser considerada pelo empresário, quando os empréstimos e financiamentos bancários se mostrem insuficientes ou excessivamente onerosos e quando os lançamentos de subscrições de capital não se revelem possíveis ou oportunos” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 346).

²⁷⁷ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120) cit.*, p. 527.

²⁷⁸ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 108.

²⁷⁹ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 425.

²⁸⁰ “Da necessidade de fonte alternativa de capital nasce a debênture, permitindo, a um só tempo, que as sociedades anônimas obtenham recursos de terceiros para aplicação em suas atividades sociais, sem alteração em sua estrutura societária (seja com a inclusão de novo acionista, por aporte de recursos pelos já existentes) e geralmente em condições mais favoráveis do que financiamento bancário, e que o público investidor tenha a oportunidade de aplicar seus recursos diretamente na indústria ou no comércio, sem intermediação das instituições financeiras, por prazo e retorno predeterminados” (GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures cit., p. 423).

uso deste instrumento de capitalização da sociedade, temos, por exemplo, a constituição de vários negócios jurídicos subjacentes como novação, transação e dação em pagamento das obrigações sociais como obras e serviços de interesse da companhia.²⁸¹

Para Norma Jonssen Parente, além de pagamentos de interesse da sociedade, as debêntures revelam-se úteis também para a reestruturação de seus passivos e para o financiamento de novos projetos:

[...] as debêntures podem ser emitidas por uma companhia por diversos motivos, como reestruturar seus passivos, financiar novos projetos, elevar o nível do capital de giro ou securitização de recebíveis. Comumente vistas como alternativa a financiamentos bancários, as debêntures colocam a companhia em contato direto com potenciais investidores, brasileiros ou estrangeiros. No Brasil, os investidores institucionais acabam sendo um dos principais alvos nos lançamentos desse tipo de título.²⁸²

Com efeito, pode o uso das debêntures ter como causa as mais diversas finalidades que, como visto acima, podem servir tanto para o pagamento de obrigações sociais anteriormente contraídas como também para se financiar novos projetos. Em relação às vantagens que essa forma de financiamento da companhia apresenta para os investidores podemos elencar, por exemplo, a maior segurança ao fluxo de pagamentos, pela debênture ser considerada um investimento de renda fixa e com mercado específico regulado pela Comissão de Valores Mobiliários, e a possibilidade de previsão de sua rentabilidade quando comparada com outros produtos financeiros.²⁸³

Na lição de José Edwaldo Tavares Borba, podemos compreender estas vantagens do investimento em debêntures para o público investidor:

As debêntures, por representarem um título de renda fixa, têm o seu mercado específico, constituindo um lastro relevante para a composição das reservas técnicas de fundos de pensão e seguradoras. Os fundos de investimento voltados para a renda fixa, ou mesmo os que procuram combinar renda fixa e

²⁸¹ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas* – comentários à lei (arts. 1º a 120) cit., p. 527.

²⁸² PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 209.

²⁸³ ROVAI, Armando Luiz. *Debênture*. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (Coord.). Tomo: Direito comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. p. 3-4. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/218/edicao-1/debenture>. Acesso em: 26 abr. 2021.

renda variável, em busca de um perfil relativamente conservador, encontram na debênture um instrumento valioso para formação de suas carteiras.²⁸⁴

Entre as vantagens para a companhia emissora, temos, como já visto, a possibilidade de uma captação de recursos alternativa aos financiamentos bancários considerados mais caros e burocráticos, viabilizando, assim, que a sociedade possa prever suas operações, conforme suas necessidades de recursos.²⁸⁵⁻²⁸⁶ Outra vantagem para as sociedades que emitem este título ocorre, em alguns casos, especialmente pela forma de debêntures conversíveis, que podem servir como instrumento para uma futura abertura de capital.²⁸⁷

As debêntures têm desempenhado um importante papel como meio de captação da poupança privada para o financiamento das empresas, como assim esclarece José Edwaldo Tavares Borba:

Da mesma forma que os países emitem obrigações do tesouro a fim de suplementar os recursos orçamentários de que necessitam, as companhias emitem debêntures com o objetivo de financiar os seus projetos de expansão e crescimento, ou até mesmo para reciclar os seus débitos, substituindo dívidas mais onerosas e de curto prazo, por títulos com encargos menores e prazos mais confortáveis.²⁸⁸

Sendo assim, diante desses aspectos apresentados, por ser as debêntures um instrumento útil e adequado para o financiamento de médio e longo prazo das companhias, e por mostrar-se uma alternativa válida a outras formas de capitalização da sociedade, cada vez mais as empresas se valem desse título societário no decorrer de seu ciclo de vida. A emissão de debêntures, na atualidade, em alguns países, vem alcançando elevada expressão, superando outros valores mobiliários como as ações,²⁸⁹ e no Brasil, o uso desse instituto pelas

²⁸⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 9.

²⁸⁵ “Para a empresa que emite o título (companhia emissora), trata-se de uma forma de captação de recursos alternativa aos financiamentos bancários, mais caros e burocráticos. Viabiliza, assim, a possibilidade de que a empresa emissora possa prever suas operações, conforme suas necessidades de recursos” (ROVAI, Armando Luiz. *Debênture* cit., p. 4).

²⁸⁶ “Atualmente, as debêntures constituem valores mobiliários de larga utilização por parte das companhias abertas no processo de captação de recursos do público investidor. Tal se deve ao adequado tratamento que foi conferido à sua regulação, contido na Lei das S.A. e em alguns dispositivos da Lei n. 6.385/1976, assim como às vantagens econômicas que usualmente apresentam para a companhia emissora: taxa de juros inferiores às cobradas pelos bancos e maior prazo para pagamento do mútuo” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 354).

²⁸⁷ ROVAI, Armando Luiz. *Debênture* cit., p. 4.

²⁸⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 8.

²⁸⁹ *Ibidem*, p. 8.

companhias continua a crescer, comprovando, desse modo, a importância desse meio de financiamento empresarial.

3.3 Características das debêntures

As debêntures, por representar um título societário próprio para o financiamento das companhias, possuem certas particularidades ou características peculiares. De início, faz-se necessário entendermos o conceito desse negócio jurídico, para depois adentrar em suas características propriamente ditas.

O termo “debênture” tem origem na palavra latina *debere*²⁹⁰ que possui raiz no verbo *debeo*, cujo significado é o mesmo do verbo dever.²⁹¹ Embora de origem latina o nome do negócio jurídico ora estudado, seu significado, nos formatos que conhecemos hoje, veio a partir do direito anglo-saxão, mediante a expressão *debenture*.²⁹²⁻²⁹³

Não obstante, os países de língua inglesa não são muito estritos quanto a essa nomenclatura, pois adotam também as expressões *bonds* e *bonus* para denominar o mesmo negócio, que pode se referir tanto a títulos de dívida públicos como privados.²⁹⁴ No Brasil, como já visto, no regime jurídico anterior das debêntures, na vigência do Decreto 177-A/1893, este negócio jurídico era sinônimo de obrigações ao portador e só teve sua nomenclatura uniformizada para o uso do termo “debênture” por seu atual regramento pela lei acionária.²⁹⁵⁻²⁹⁶

Com o novo regime jurídico, as debêntures foram contempladas no Capítulo V da Lei das S.A., que não apresenta o seu conceito, mas apenas estabelece que “a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições

²⁹⁰ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 201.

²⁹¹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 23.

²⁹² BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 3.

²⁹³ Para Norma Jonssen Parente este termo pode estar relacionado ao fato de que os ingleses colocavam a expressão *debenter mihi* nos títulos indicativos de dívida. Para a autora: “Esses títulos mais se pareciam com duplicatas, embora de emissão do aceitante, e representavam um crédito do tomador por mercadorias ou serviços prestados” (PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 201-202).

²⁹⁴ “A palavra *bond* tem, contudo, um alcance mais amplo do que a debênture, posto que, embora possa significar a mesma coisa, abrange também os títulos públicos, de emissão de governos e, por essa razão, costuma receber uma designação complementar para melhor esclarecer a sua natureza, tais como: *corporate bond, government bond, municipal bond*” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 3-5).

²⁹⁵ *Ibidem*, p. 5.

²⁹⁶ De acordo com José Edwaldo Tavares Borba, os países de língua espanhola preferem para este tipo de título societário a designação “*obligación*” apesar das legislações e doutrinas se reportarem eventualmente a debêntures com uma conotação de palavra masculina “*los debentures*” (*Ibidem*, p. 5).

constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado” (LSA, art. 52).²⁹⁷ Diante disso, para se formular o conceito atualizado deste título societário de financiamento, é necessário previamente analisar sua natureza jurídica.²⁹⁸

A definição clássica de debêntures tem como base a teoria do mútuo, muito difundida no Brasil,²⁹⁹ que define sua natureza jurídica como um documento que comprova a existência de um empréstimo, mais precisamente um mútuo firmado entre a companhia e os debenturistas, partindo de uma relação de débito e crédito originada com a emissão da obrigação.³⁰⁰ Para José Romeu Garcia do Amaral, nesta teoria:

[...] os debenturistas são credores da sociedade e o título incorpora apenas um direito crédito, diferentemente da ação, que confere a qualidade de sócio, com outros direitos inerentes ao *status socii*. O obrigacionista realiza um empréstimo à sociedade no ato de subscrição do título, surgindo o direito de crédito representado no instrumento de dívida, com direito ao recebimento da prestação periódica que remunera o capital e a restituição deste com base no valor nominal inscrito no título.³⁰¹

É a partir deste entendimento de que as debêntures constituem uma relação bilateral, por intermédio de uma modalidade de mútuo, que as primeiras definições doutrinárias sobre esse negócio jurídico surgiram³⁰² e ainda predominam para certa parte da doutrina. Diante disso, Fran Martins define a debênture como “o título emitido pela sociedade anônima, representativo de uma parte de um empréstimo público lançado pela sociedade” e complementa que “o empréstimo é um só, da totalidade de títulos emitidos, cada debênture representando, assim, apenas uma parcela do mesmo”.³⁰³

²⁹⁷ Lei 6.404/1976, art. 52: “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

²⁹⁸ “Para se chegar ao conceito atualizado de debêntures, temos que analisar previamente a sua natureza jurídica, ainda que evolutiva e híbrida pelo advento de novas regras jurídicas. Todas as definições construídas pela doutrina de outrora são influenciadas pela evolução dos estudos acerca da natureza jurídica do instituto em análise” (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 50).

²⁹⁹ “Pode-se, de conseguinte, afirmar que existe uma concordância quase unânime na doutrina quanto à natureza jurídica da emissão de debêntures, ou seja, de que se trata um *mútuo especial* (ou *sui generis*, como o nominou Carvalho de Mendonça), contraído pela companhia nos termos da respectiva escritura de emissão, no qual é a quantia mutuada dividida em frações nominativas, registradas ou escriturais, e cuja amortização ou resgate dar-se-á em parcelas, geralmente a longo prazo” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei* (arts. 1º a 120) cit., p. 529).

³⁰⁰ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 50.

³⁰¹ *Ibidem*, p. 51.

³⁰² *Ibidem*, p. 51.

³⁰³ MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades* cit., p. 264.

Para Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro as debêntures “apresentam-se no Direito Brasileiro, como modalidade especial de *mútuo*, caracterizada pela divisão da importância mutada em frações atribuídas a diversos titulares”.³⁰⁴ Em sentido mais estrito, Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn definem as debêntures como “títulos representativos de empréstimos contraídos pela companhia junto ao mercado”.³⁰⁵

De acordo com Modesto Carvalhosa, a natureza jurídica da emissão de debêntures também se trataria de modalidade de mútuo, pois sua criação é “submetida a cláusulas uniformes, caracterizadas pela divisão da quantia mutuada em frações que são atribuídas a diversos titulares que se tornam credores” da companhia emissora.³⁰⁶

Em que pese tais posições doutrinárias acerca da natureza jurídica das debêntures ser a de um contrato de mútuo, não concordamos com tal entendimento, pois, a própria Lei das S.A., que institui e regulamenta tal negócio jurídico, não faz nenhuma referência a mútuo ou empréstimo, sendo que tal caracterização para parte da doutrina seria imprópria.³⁰⁷ Também é necessário salientar que a Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a CVM, classifica as debêntures como valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 2º, inciso I),³⁰⁸ definindo, assim, este título societário como modalidade desta categoria.³⁰⁹

Na lição de Francisco José Pinheiro Guimarães podemos compreender esta concepção:

³⁰⁴ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro* cit., p. 346.

³⁰⁵ FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 125.

³⁰⁶ “Trata-se a emissão de debêntures de modalidade de mútuo, à medida que sua criação é reservada às companhias e submetida a cláusulas uniformes, caracterizada pela divisão da quantia mutuada em frações, atribuídas a diversos titulares que se tornam credores, ligados entre si pelo vínculo comum de uma só operação, que dá nascimento às debêntures. Sua natureza de mútuo não é prejudicada pelo fato de sua causa poder ser um negócio outro que um empréstimo. Com efeito, por ser criada por um negócio jurídico unilateral, a sua emissão pode ser motivada por negócio distinto do mútuo. Ela pode originar-se de novação ou mesmo de transação, consubstanciadas no pagamento de dívidas anteriores assumidas, ou ainda de obrigações contratuais, cuja forma de pagamento é representada pela entrega de debêntures emitidas para esse fim. Pode, assim, a emissão ter como causa a liquidação de debêntures anteriormente emitidas e colocadas em circulação” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas*. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 3, p. 397).

³⁰⁷ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures* cit., p. 421.

³⁰⁸ Lei 6.385/1976, art. 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição”.

³⁰⁹ “[...] a nosso ver, não há como categorizar a debênture como espécie de contrato de mútuo, como se fazia anteriormente. Enquadrá-la naquilo que se revela em sua base, sem considerar as suas características próprias, é inverter a lógica que nos leva a caracterizar uma espécie em determinada categoria jurídica.” (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 56).

A LSA não faz referência a mútuo ou empréstimo; a Lei 6.385/1976 classifica a debênture como valor mobiliário, e na vigência da LSA sua caracterização como negócio de mútuo é imprópria. Isso porque, apesar de geralmente emitida para subscrição em dinheiro, quando tem a mesma função contrato de mútuo, representa obrigação pecuniária que independe do negócio jurídico que lhe dá origem e pode, inclusive, ser emitida independentemente da contraprestação pecuniária (como no caso de emissão para entrega em dação em pagamento ou permuta), sem que tal fato afete a obrigação pecuniária que representa.³¹⁰

É então a partir da Lei 6.385/1976 que as debêntures são caracterizadas, de modo mais específico, como modalidade de valor mobiliário que,³¹¹ de acordo com a opinião de Otavio Yazbek, possui definição no termo de origem francês *valeurs mobilières*, que equivalem a “títulos negociáveis emitidos por pessoas jurídicas, transmissíveis por registro ou por tradição e que conferem direitos de participação ou remuneração a seus titulares”.³¹² Já para Ary Oswaldo Mattos Filho, valor mobiliário pode ser considerado como todo o “investimento oferecido ao público, sobre qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para materialização da relação obrigacional”.³¹³⁻³¹⁴

Também é necessário diferenciarmos o conceito de *security* do direito norte americano da noção de valor mobiliário que conhecemos em nosso ordenamento. Segundo Luiz Gastão Paes de Barros Leães, não existe em português um vocábulo exato que corresponda ao termo *security*, sendo seu conceito construindo a partir da noção de contrato de investimento do qual é oferecido ao público.³¹⁵⁻³¹⁶

³¹⁰ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures cit., p. 421.

³¹¹ Para Fábio Ulhoa Coelho, as debêntures são “instrumentos de captação de recursos pelas sociedades anônimas emissoras e representam, para quem os subscreve ou adquire, um investimento” (*Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 146).

³¹² YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 83.

³¹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 59, p. 31-55, jul./set. 1985.

³¹⁴ Para Norma Jonssen parente, o fundamento básico da definição de valores mobiliários no Brasil ficou relegado ao inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976, após a alteração incluída pela Lei 10.303/2001. Neste dispositivo, são considerados valores mobiliários, fora os já descritos nos incisos I a VIII do artigo, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que sejam ofertados publicamente e que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 152).

³¹⁵ “[...] cabe fazer alusão a um elemento que está implícito no contexto geral das *securities regulations*. Queremos nos referir ao ‘caráter público’ da colocação dos valores. O aspecto saliente da colocação de *securities* é a solicitação pública de recursos para um empreendimento, e o propósito dessa legislação especial é o de proteger o público investidor” (LEÃES, Luiz Gastão Barros de Paes. O conceito de “security”

Para este autor, cinco seriam as características que identificam uma *security*, conforme nos ensina sua lição:

[...] podemos concluir que cinco são as características que nos dão um teste uniforme para a identificação de uma *security*, e que, por via de consequência, o definem. *Security* é: (1) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, (2) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, (3) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, (4) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, (5) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.³¹⁷

Dessarte, com base na caracterização das debêntures, como título criado pela Lei 6.385/1976,³¹⁸ Fábio Ulhoa Coelho as define como “valores mobiliários que conferem direito de crédito perante a sociedade anônima emissora, nas condições constantes do certificado (se houver) e da escritura de emissão.”³¹⁹ Em sentido semelhante, Francisco Antunes Maciel Müssnich define as debêntures como “valores mobiliários, representativos de dívida que asseguram a seus detentores direitos de crédito contra a companhia emissora, nas condições constantes da escritura de emissão”,³²⁰ e Francisco José Pinheiro Guimarães, por sua vez, considera a debênture como “valor mobiliário que confere ao seu titular direito de crédito contra a companhia emissora nas condições constantes da escritura de emissão”.³²¹

Essa é a própria conceituação legal, como ensina Nelson Eizirik:

As debêntures constituem valores mobiliários (art. 2º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976, com a redação dada pela Lei n. 10.303/2001) que conferem a seus titulares um direito de crédito contra a companhia emissora, nas

no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 14, p. 47-59, 1974).

³¹⁶ Para Marcos Paulo de Almeida Salles o conceito de *security* pode ser definido como “todo instrumento de emissão massificada, fungível ou não, que possibilita participar de maneira direta ou indireta dos resultados da atividade da empresa e que venha a ser objeto de oferta pública, revista ou não a forma de título de crédito” (SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Malheiros, n. 107, p. 128, 1997).

³¹⁷ LEÃES, Luiz Gastão Barros de Paes. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro cit., p. 57.

³¹⁸ “As debêntures são, pois, obrigações, com natureza de valores mobiliários, que as sociedades por ações têm a prerrogativa de criar. Assim como os Governos criam obrigações do tesouro, as sociedades anônimas criam debêntures, destinando-se umas e outras, em princípio, a financiar as necessidades de caixa ou os investimentos dos respectivos emissores” (BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Debêntures e bônus de subscrição. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial: sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3, p. 88).

³¹⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 150.

³²⁰ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 539.

³²¹ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures cit., p. 421.

condições estabelecidas na escritura de emissão e no certificado, se houver (art. 52 da Lei n. 6.404/1976, com redação dada pela Lei n. 10.303/2001).³²²

Norma Jonssen Parente destaca que além de caracterizadas como “valores mobiliários de renda fixa, as debêntures podem assegurar juros fixos ou variáveis, participação nos lucros e prêmio de reembolso” e complementa que “somente aqueles títulos emitidos por companhias abertas registradas na CVM poderão ser distribuídos publicamente”.³²³

Também se faz indispensável apontarmos a diferença entre debêntures e ações pois, apesar de terem o mesmo papel relevante de instrumento de captação de recursos para a sociedade, possuem naturezas distintas. As ações se apresentam como frações do capital social, ou seja, são títulos de participação que atribuem a seus titulares a condição de sócio da companhia emitente. Já as debêntures, diferentemente, correspondem a frações de uma dívida que a sociedade contrai junto a tomadores desses títulos que acabam se tornando credores da companhia.³²⁴⁻³²⁵⁻³²⁶

Em resumo, segundo Nelson Eizirik, as debêntures se distinguem das ações devido aos seguintes aspectos principais:

As debêntures distinguem-se das ações porque estas representam frações em que se divide o capital social e o conjunto de direitos e obrigações do acionista; já as debêntures representam uma dívida da companhia e conferem a seus titulares um crédito contra ela.³²⁷

³²² EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico* cit., p. 108.

³²³ PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais* cit., p. 202.

³²⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Debêntures e bônus de subscrição* cit., p. 89-90.

³²⁵ “As sociedades anônimas têm seu capital fracionado em ações, as quais apresentam a natureza de títulos de participação, atribuindo a seus titulares a condição de sócios da sociedade emitente. As ações, por conseguinte, representam capital próprio da sociedade, figurando no seu patrimônio líquido. Os rendimentos desses títulos – os dividendos – somente serão atribuídos se a empresa apresentar lucro disponível. As debêntures, ao contrário, não configuram capital próprio da sociedade. A companhia, ao emití-las, contrai uma dívida, colocando-se, dessarte, diante de uma obrigação que figura no seu passivo exigível” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 278).

³²⁶ Waldemar Ferreira, em sua clássica obra sobre as debêntures, distingue este título de dívida das ações das companhias. Para o autor: “Representa a ação do ponto de vista econômico, parcela do capital da sociedade anônima ou comandita por ações. A debêntura exprime parte do capital a esta ou àquela mutuado. *Debenture*, lê-se nos dicionários ingleses, *is an instrument evidencing a loan to the company*. [...] Dá a ação ao seu titular os direitos peculiares ao acionista, como sócio. Não atribui a debênture ao seu portador mais que os de credor, embora lícito lhe seja, algumas vezes, ingerência nos negócios da sociedade, condizentes e decorrentes do contrato de mútuo, de que emerge” (FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944. p. 33-41).

³²⁷ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 359.

Diante disso, o acionista, por ser sócio da empresa, irá possuir um patrimônio variável, pois participa do risco do negócio, e o debenturista, como credor terá, em regra, renda fixa por não se sujeitar, diretamente, ao sucesso ou insucesso do empreendimento, podendo executar a sociedade inadimplente ou requerer a sua falência quando não for pago, no vencimento, o valor do principal ou dos juros da debênture.³²⁸

Ao contrário das ações que podem não possuir valor nominal, as debêntures devem, obrigatoriamente, ter valor nominal, que não poderá variar entre debêntures de uma mesma série, como explicado por Norma Jonssen Parente:

O valor nominal das debêntures constitui a parcela do empréstimo assumido pela companhia emissora representada por cada título, de forma que, na data do vencimento das debêntures, o titular de cada título fará jus ao seu valor nominal, atualizado monetariamente e acrescido dos juros previstos na escritura de emissão.³²⁹

Sendo assim, o valor nominal não irá corresponder, necessariamente, ao preço de subscrição das debêntures, pois também é admitida a subscrição com ágio, ou seja, com valor acima do nominal, ou com deságio, por valor abaixo do nominal. As companhias podem, também, estipular amortizações parciais para cada série de debênture e podem resgatar, parcial ou integralmente, os títulos de sua emissão antes da data esperada, desde que tais operações estejam previstas na escritura de emissão.³³⁰

A competência para a deliberação sobre a emissão de debêntures é, em regra, da assembleia geral (LSA, art. 59),³³¹ onde também serão aprovadas as condições da operação como o valor de emissão, valor de reembolso, condições de resgate e garantia. Nas

³²⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Debêntures e bônus de subscrição cit., p. 90.

³²⁹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 203.

³³⁰ Ibidem, p. 203.

³³¹ Lei 6.404/1976, art. 59: “A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: I – o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso; II – o número e o valor nominal das debêntures; III – as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; IV – as condições da correção monetária, se houver; V – a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão; VI – a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; VII – a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; VIII – o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures”.

companhias abertas, o conselho de administração tem competência para deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações e sem garantia real (LSA, art. 59, § 1º).³³²

Na opinião de Fábio Ulhoa Coelho, o processo de deliberação necessário à emissão de debêntures pelas companhias ocorre do seguinte modo:

Compete, em princípio à assembleia geral deliberar sobre a emissão de debêntures, oportunidade em que deve aprovar, também, as condições da operação (valor de emissão, valor de reembolso, condições de resgate, garantias etc.). Na companhia aberta, o conselho de administração tem competência para deliberar a emissão de debêntures não conversíveis em ações e sem garantia real. Além disso, a assembleia geral da companhia aberta poderá delegar ao conselho de administração parte das definições ligadas à operação, inclusive o momento adequado para colocar as debêntures junto aos investidores. Na apreciação e votação dessas matérias, também deverão ser atendidas eventuais disposições estatutárias que reservem, por exemplo, a iniciativa da proposta a determinados órgãos.³³³

As debêntures poderão conter cláusula de conversibilidade em ações, e, nesta hipótese, a escritura de emissão deverá especificar o prazo e a época em que o debenturista poderá exercer o direito à conversão, bem como a espécie e classe da ação em que as debêntures serão convertidas (LSA, art. 57).³³⁴ A partir do momento que ocorre a conversão, seus titulares passam da condição de credor para acionista da companhia.³³⁵

A extinção das debêntures ocorre de duas formas: (i) pelo advento de seu vencimento, ou (ii) antecipadamente, como visto, com o resgate ou amortização integral dos títulos, devendo a companhia emissora registrar em seus livros a extinção das debêntures e mantê-los arquivados pelo prazo de cinco anos contados da data de vencimento (LSA, art. 74).³³⁶⁻³³⁷

³³² Lei 6.404/1976, art. 59: “[...] § 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário”.

³³³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 152.

³³⁴ Lei 6.404/1976, art. 57: “A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: I – as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II – a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; III – o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; IV – as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita. § 1º Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos arts. 171 e 172. § 2º Enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: a) mudar o objeto da companhia; b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures”.

³³⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 151.

³³⁶ Lei 6.404/1976, art. 74: “A companhia emissora fará, nos livros próprios, as anotações referentes à extinção das debêntures, e manterá arquivados, pelo prazo de 5 (cinco) anos, juntamente com os documentos relativos à extinção, os certificados cancelados ou os recibos dos titulares das contas das debêntures escriturais. § 1º Se

3.3.1 *Debêntures nominativas e escriturais*

As debêntures, após a proibição da emissão e circulação de quaisquer títulos ao portador ou endossáveis pela Lei 8.021/1990, que dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, somente podem ser emitidas nas formas nominativas (LSA, art. 63, parágrafos primeiro e segundo)³³⁸ ou escriturais (LSA, art. 63, parte final do *caput*, e art. 74, parte final).³³⁹⁻³⁴⁰

A forma nominativa das debêntures compreende a emissão de certificado e têm seu registro e controle de transferências realizados pela própria companhia emissora no “Livro de Registro de Debênture Nominativas”. Diferentemente, as debêntures que possuem a forma escritural, não possuem emissão de certificado.³⁴¹

Na lição de Norma Jonssen Parente podemos compreender esta diferença entre as formas de debêntures:

As debêntures devem ser nominativas, com ou sem a emissão de certificado, hipótese que vem sendo denominada debênture escritural. Na prática costuma-se dizer que há duas formas de debêntures ou mesmo de ações, ou seja, debêntures nominativas ou escriturais. As debêntures nominativas têm seu registro e controle de transferência realizados pela própria companhia emissora no Livro de Registro de Debêntures Nominativas. Já as debêntures escriturais, sem emissão de certificados, são mantidas, em nome de seu titular, em conta de depósito em instituição financeira autorizada pela CVM a prestar tal serviço.³⁴²

As debêntures escriturais têm sua existência apenas na forma de registros, em livros ou meios magnéticos, mantidos pelas instituições financeiras ou sistemas eletrônicos de negociação, e constituem uma modalidade de títulos nominativos, nos mesmos moldes das

a emissão tiver agente fiduciário, caberá a este fiscalizar o cancelamento dos certificados. § 2º Os administradores da companhia responderão solidariamente pelas perdas e danos decorrentes da infração do disposto neste artigo”.

³³⁷ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 203.

³³⁸ Lei 6.404/1976, art. 63: “As debêntures serão nominativas, aplicando-se, no que couber, o disposto nas seções V a VII do Capítulo III. § 1º As debêntures podem ser objeto de depósito com emissão de certificado, nos termos do art. 43. § 2º A escritura de emissão pode estabelecer que as debêntures sejam mantidas em contas de custódia, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 41”.

³³⁹ Lei 6.404/1976, art. 74: “A companhia emissora fará, nos livros próprios, as anotações referentes à extinção das debêntures, e manterá arquivados, pelo prazo de 5 (cinco) anos, juntamente com os documentos relativos à extinção, os certificados cancelados ou os recibos dos titulares das contas das debêntures escriturais”.

³⁴⁰ EIZIRIK, Nelson *et al.* Mercado de capitais: regime jurídico cit., p. 111.

³⁴¹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 204.

³⁴² *Ibidem*, p. 204.

ações nominativas e escriturais. Uma das intenções da Lei das S.A., ao instituir a forma escritural, foi de substituir as entregas materiais dos títulos por anotações contábeis, caracterizando-os como valores fungíveis para garantir sua negociação sem a manipulação física de papéis, mas com toda a segurança da existência do bem nos assentamentos contábeis.³⁴³

Desse modo, as debêntures também podem ser custodiadas e recebidas como valores fungíveis para efeitos de guarda, controle e administração (LSA, arts. 41 e 42),³⁴⁴ sendo a prestação de tais serviços regulamentada pela Instrução CVM 115, de 11 de abril de 1990. Para Norma Jonssen Parente, essa fungibilidade “importa em que os valores mobiliários recebidos possam não ser os mesmos depositados, devem, no entanto, ter idênticas características e devolvidos em idêntica quantidade entregue para custódia”.³⁴⁵

3.3.2 Emissão pública e emissão privada

José Edwaldo Tavares Borba anota que o vocábulo “emissão” apresenta dois sentidos, sendo “o primeiro relacionado ao ato de criação de debêntures, como na expressão ‘escritura de emissão’, e o segundo concernente à colocação dos títulos, falando-se então de emissões públicas e privadas”.³⁴⁶⁻³⁴⁷ Diante disso, a emissão ou distribuição do título poderá ocorrer de forma pública ou privada a depender da forma de colocação.

Segundo Nelson Eizirik, “no Direito Brasileiro, a determinação da natureza pública ou privada de uma oferta de valores mobiliários deve levar em conta aspectos de natureza subjetiva, os quais dizem respeito aos destinatários da oferta”.³⁴⁸ Com efeito, para se

³⁴³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 434.

³⁴⁴ Lei 6.404/1976, art. 41: “A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações. Lei 6.404/1976, art. 42: A instituição financeira representa, perante a companhia, os titulares das ações recebidas em custódia nos termos do art. 41, para receber dividendos e ações bonificadas e exercer direito de preferência para subscrição de ações”.

³⁴⁵ PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais cit.*, p. 204.

³⁴⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures cit.*, p. 111.

³⁴⁷ Para autores como Modesto Carvalhosa não se pode confundir a criação das debêntures com a sua emissão. Para o autor: “A primeira é consequência da deliberação da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração; é a fase interna que não enseja a sua colocação ou a sua manutenção em tesouraria como títulos negociáveis. Por sua vez, a emissão corresponde à fase em que as debêntures, criadas de acordo com a lei, os regulamentos administrativos e o estatuto, estão aptas a ser ofertadas aos tomadores do mercado de capitais (emissão pública) ou desde logo colocadas junto aos investidores institucionais ou junto ao próprios acionistas (emissão privada)” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 396).

³⁴⁸ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico cit.*, p. 217.

caracterizar se a oferta é pública ou privada, não obstante sejam relevantes os meios utilizados para a colocação dos títulos, o elemento essencial e determinante refere-se à situação dos ofertados.³⁴⁹

A emissão privada, então, seria aquela promovida de forma direta pela companhia emissora por intermédio de pessoas físicas ou jurídicas que tenham interesse na aquisição do título. Por ser direcionado ao público não investidor, não poderá esta modalidade de emissão utilizar processos públicos de oferta de papéis ou de convocação de subscritores, como nos ensina a lição de José Edwaldo Tavares Borba:

A emissão privada é promovida, de forma direta, pela própria emissora, que, para tanto, diligenciará junto a pessoas físicas ou jurídicas que possam ter interesse na aquisição desses títulos. Essa modalidade de emissão não se destina ao público investidor, e, por isso mesmo, não poderá utilizar processos de oferta dos papéis ou de convocação de subscritores. Tal limitação não impede, no entanto, que, sendo as debêntures conversíveis, seja publicado pela imprensa o aviso aos acionistas para o exercício da preferência.³⁵⁰

Em sentido semelhante é o posicionamento de Nelson Eizirik, que destaca também que os investidores desse tipo de oferta não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro:

[...] podem ser consideradas privadas as distribuições colocadas junto a investidores sofisticados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro. Nesta linha, colocações realizadas unicamente para um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta.³⁵¹

O autor ainda complementa anotando que a emissão destinada apenas aos acionistas de uma companhia constitui oferta privada pois os destinatários são pessoas determinadas e que mantém vínculo direto com a emissora.³⁵²

Já a emissão pública, em contrapartida, corresponde ao processo de captação de recursos de investidores, sejam eles individuais ou institucionais, sendo submetida às regras de funcionamento do mercado de capitais pela Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de

³⁴⁹ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico cit.*, p. 223.

³⁵⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures cit.*, p. 112.

³⁵¹ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico cit.*, p. 219.

³⁵² *Ibidem*, p. 221.

2003 (“ICVM 400/2003”).³⁵³⁻³⁵⁴ Desse modo, a sociedade emissora das debêntures deverá ser registrada na CVM (Lei 6.385/1976, art. 19)³⁵⁵ como companhia aberta (Lei 6.385/1976, art. 22³⁵⁶ e LSA, art. 4º),³⁵⁷ o que implicará em uma série de encargos relacionados ao fluxo de informações para os investidores, como, por exemplo, a obrigação de produzir e divulgar informações contábeis, financeiras e estratégicas de acordo com os padrões estabelecidos pela CVM.³⁵⁸

A respeito de emissão pública, Nelson Eizirik vem a destacar:

Na hipótese de emissão pública, a companhia deve observar as disposições legais e regulamentares sobre o seu registro na Comissão de Valores Mobiliários e fica submetida às normas que regulam as ofertas públicas de valores mobiliários, salvo na hipótese de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos [...]. Essa autarquia, no exercício de suas atribuições, expediu normas sobre a obrigatoriedade para a companhia que emitir debêntures para a colocação pública de, além de registrar a emissão, prestar informações eventuais, periódicas e nomear agente fiduciário dos debenturistas.³⁵⁹

A companhia aberta que optar pela emissão pública de debêntures deverá promover o registro específico de cada emissão perante a CVM sendo acompanhada e assessorada por uma instituição financeira, mais comumente um banco de investimentos, mediante um contrato de intermediação. Além disso, deve o registro ser acompanhado de um prospecto, que na maioria das vezes fica sob a responsabilidade de criação da instituição financeira assessora em conjunto com a sociedade emissora, relativo ao lançamento e do qual serão analisados detalhadamente a companhia, a emissão e as perspectivas de tal empreendimento.³⁶⁰

Segundo José Edwaldo Tavares Borba:

³⁵³ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 112.

³⁵⁴ “Em regra, a oferta pública de venda de valores mobiliários caracteriza-se por ser uma proposta dirigida à generalidade dos indivíduos. Ou seja, a oferta pública tem como destinatários pessoas indeterminadas, não individualizadas, pois qualquer um pode aceitar a proposta” (EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de capitais: regime jurídico* cit., p. 206).

³⁵⁵ Lei 6.385/1976, art. 19: “Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

³⁵⁶ Lei 6.385/1976, art. 22: “Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão”.

³⁵⁷ Lei 6.404/1976, art. 4º: “Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

³⁵⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 112.

³⁵⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 364-366.

³⁶⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 112.

O prospecto, que na legislação anterior era chamado de manifesto, configura importante componente do processo de distribuição pública das debêntures, na medida em que reúne, de forma didática e explicativa, todos os dados, demonstrativos e projeções que tenham relevância para a avaliação do investimento. A CVM poderá, em situações especiais, em que a parcela da emissão destinada ao mercado seja inexpressiva, dispensar o prospecto. A instituição financeira responsável pela intermediação do lançamento público deverá participar, juntamente com a emissora, da elaboração do prospecto. Com isso, estabelece-se a responsabilidade técnico-profissional do intermediário pelas informações levadas ao público.³⁶¹

Além do prospecto, deverá o material publicitário a ser utilizado, inclusive os anúncios de início e encerramento de distribuição, serem submetidos à CVM.³⁶² Como as sociedades anônimas fechadas não possuem registro perante esta autarquia e, desse modo, seus valores mobiliários não podem ser admitidos à negociação no mercado de capitais, a alternativa a emissão pública de debêntures não é permitida nesse tipo de companhia.³⁶³

Ademais, deve a sociedade emissora, seja ela aberta ou fechada, além de se ater para as formalidades exigidas pela CVM para a emissão de debêntures, atender as formalidades de (i) registro na junta comercial e subsequente publicação da ata da assembleia geral ou do conselho de administração, em que a operação foi aprovada; (ii) inscrição da escritura de emissão na junta comercial; e (iii) constituição de garantias reais como hipoteca, penhor ou anticrese, se houver.³⁶⁴ De acordo com Fábio Ulhoa Coelho, a precipitação no lançamento das debêntures, antes de atendidas essas formalidades, não compromete a validade da subscrição e dos subsequentes atos negociais sobre o valor mobiliário mas gera, porém, a responsabilidade civil dos administradores, autorizando qualquer debenturista ou agente fiduciário a promover o seu atendimento.³⁶⁵

Também é importante destacar que a CVM, por meio da Instrução 476 de 2009, instituiu para as emissões públicas de valores mobiliários a modalidade de oferta pública com esforços restritos, com o intuito de simplificar e agilizar o acesso das empresas ao mercado de capitais. Esse tipo de emissão possui certas particularidades e características próprias que

³⁶¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 113.

³⁶² *Ibidem*, p. 112.

³⁶³ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 152.

³⁶⁴ *Ibidem*, p. 153.

³⁶⁵ “A precipitação do lançamento das debêntures, antes de atendidas essas condições formais, não compromete a validade da subscrição e subsequentes atos negociais sobre o valor mobiliário; gera, contudo, a responsabilidade civil dos administradores e autoriza qualquer debenturista ou o agente fiduciário a promover o seu atendimento, a expensas da sociedade emissora” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 153).

diferem das emissões públicas tradicionais e será tratado em tópico específico do presente trabalho.

3.3.3 *Título de crédito abstrato*

Para parte da doutrina nacional, influenciada pelas teorias italianas e francesas,³⁶⁶ as debêntures possuem a natureza de título de crédito³⁶⁷ pois, isoladamente, se apresentam como expressão unitária da massa constitutiva de uma emissão ou série, representado e integrando a obrigação nela corporificada.³⁶⁸ Diante disso, autores como Modesto Carvalhosa classificam as debêntures como “títulos de crédito representativos da totalidade do débito contraído pela companhia, consoante escritura de emissão aprovada pela Assembleia Geral” e complementa que, estes títulos, constituem um direito de crédito do seu titular diante da sociedade emissora pois teriam o caráter de título de renda ou título-valor.³⁶⁹

A partir desse entendimento, Carvalhosa observa que as debêntures devem ser consideradas uma espécie de título de crédito, de natureza causal:

Trata-se, assim, de um título causal que reconhece ou cria uma dívida para a companhia, que se origina de diversos negócios jurídicos, como referido. Mas, independentemente da causa subjacente, existe uma prestação realizada ou contratada pelo subscritor do título e uma contraprestação financeira diferida por parte da companhia emissora. Há, sempre, uma concessão de crédito do tomar da debênture em favor da companhia emissora. O Direito Processual Civil também reforça a natureza jurídica da debênture como um título de crédito, ao listá-lo como título executivo extrajudicial ao lado da letra de câmbio, da nota promissória, da duplicata e do cheque.³⁷⁰

Em contrapartida, para uma outra parte minoritária da doutrina empresarial, por ser a debênture um valor mobiliário, ela não poderia ser simultaneamente um título de crédito,³⁷¹ conforme explicado adiante.

³⁶⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 57.

³⁶⁷ “Waldecy Lucena, forte em Pontes de Miranda, Tullio Ascarelli, Campos Batalha, Modesto Carvalhosa, Egberto Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro, enuncia que a debênture, segundo a unanimidade da doutrina, é um título de crédito” (BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Debêntures e bônus de subscrição* cit., p. 88).

³⁶⁸ “A debênture, isoladamente, é um título de crédito. Melhor dizendo, cada debênture, como expressão unitária da massa constitutiva de uma emissão ou série, participa do gênero título de crédito, tanto que representa e integra a obrigação nela corporificada” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 17).

³⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 400.

³⁷⁰ *Ibidem*, p. 400-401.

³⁷¹ COELHO, Fábio Ulhoa *et al.* *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021. p. 293-294.

De início, anteriormente ao Código Civil de 2002, não havia um conceito uniforme para títulos de crédito, sendo este tipo de documento regulado por legislações especiais como as leis de cheque, duplicatas, letras de câmbio e notas promissórias.³⁷² Após a promulgação do código, este tipo de título foi definido, a partir do conceito de Cesare Vivante,³⁷³ como o “documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido” e que somente faz efeito quando preenchidos os requisitos em lei (Código Civil, art. 887),³⁷⁴ desse modo, é identificado como título de crédito não só os títulos típicos criados por lei mas também o que possuírem tais requisitos do art. 887 do Código Civil.³⁷⁵

Para Fábio Ulhoa Coelho, os requisitos característicos dos títulos de crédito e essenciais para sua definição decorrem dos princípios da: (i) cartularidade, onde o credor do título deve provar que se encontra da posse do documento para exercer o direito nele mencionado; (ii) literalidade, onde somente se produzem os efeitos jurídicos-cambiais os atos lançados no título de crédito; e (iii) autonomia das obrigações cambiais, pois os vícios que comprometem a validade de uma relação jurídica documentada no título não se estendem às demais relações abrangidas no mesmo documento.³⁷⁶ Apesar das debêntures apresentarem certas características que remetem a esses princípios, não há, segundo o autor, nesse título societário, todos estes requisitos em sua inteireza para caracterizá-lo com um título de crédito, como nos ensina sua lição:

A inexistência de cartularidade, autonomia e literalidade afasta a debênture do conceito legal de títulos de crédito. É, então, um valor mobiliário que não pode ser simultaneamente título de crédito. Chamá-la assim só pode decorrer do emprego desta última expressão num sentido muito mais largo, que ultrapassa os limites dos *documentos cambiais*; extrapola, em outros termos, os contornos do instituto dados pelo Código Civil. Não há dúvida de que a debênture é um título e que ela assegura ao seu titular um direito de crédito perante a sociedade anônima emissora. Considerar a debênture um “título de crédito” pode apenas consistir numa referência genérica ao seu caráter documental de certa relação creditória, mas não a sua classificação entre os instrumentos cambiais, que se chamam especificamente “título de crédito”. Em síntese, a debênture é um valor mobiliário (o art. 2º, I, da Lei 6.385/1976

³⁷² MOLINA, Fabiana Ricardo. *Do regime jurídico das debêntures*. Mestrado (Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, 2019. p. 39.

³⁷³ “Título de crédito é documento necessário para o exercício do direito, literal e autônomo, nele mencionado” (VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. Milão: Francesco Valardi, 1922. *Apud* COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial cit.*, v. 1, p. 373).

³⁷⁴ Lei 10.406/2002, art. 887: “O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”.

³⁷⁵ MOLINA, Fabiana Ricardo. *Do regime jurídico das debêntures cit.*, p. 39.

³⁷⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial cit.*, v. 1, p. 375-378.

não deixa margem para contestação) não classificável como título de crédito (por não se enquadrar na definição do art. 887 do CC).³⁷⁷

Portanto, para uma minoria doutrinária, as debêntures não seriam então títulos de crédito propriamente ditos, mas valores mobiliários, inexistindo relação de gênero e espécie para estas duas modalidades.³⁷⁸ Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho “os valores mobiliários são, por natureza, contratos de investimento coletivos, enquanto os títulos de crédito são somente instrumentos representativos de dívida, servindo como tais na execução em caso de inadimplemento da obrigação”.³⁷⁹

Não obstante, discordamos de tais posicionamentos pois, como já anotado, as debêntures não são um título de crédito em si, mas sim uma obrigação com natureza de valor mobiliário, sendo caracterizadas então como um título de crédito abstrato,³⁸⁰ havendo sim relação de gênero e espécie entre as modalidades.

Por não haver vinculação a determinado e típico negócio jurídico,³⁸¹ a obrigação representada na debênture é autônoma pois nasce de ato unilateral da companhia emissora, não sendo alterada, afetada ou modificada pela transferência do título a terceiros.³⁸² Diante disso, o crédito conferido pela debênture é abstrato, não importando a causa porque tenha sido emitida.

Segundo Francisco José Pinheiro Guimarães, a “obrigação incorporada na debênture é sempre abstrata e distinta da relação jurídica de que resultou na transferência da debênture ao credor”.³⁸³ É então a partir desse entendimento de crédito e obrigação abstrata que a debênture possui que este título societário pode ser compreendido não como um título de crédito em si, mas como um título de crédito abstrato, como nos ensina José Edwaldo Tavares Borba e Rodrigo Rabelo Tavares Borba, em artigo sobre as debêntures e os bônus de subscrição:

³⁷⁷ COELHO, Fábio Ulhoa *et al.* *Lei das sociedades anônimas comentada* cit., p. 293-294.

³⁷⁸ Para Newton de Lucca inexistente “uma relação de gênero e espécie entre os títulos crédito e os valores mobiliários, pois o que faz determinado papel vir a ser considerado, eventualmente, um valor mobiliário é algo inteiramente diverso do que o leva a caracterizá-lo com um título de crédito” (LUCCA, Newton de. *As bolsas de valores e os valores mobiliários. Simpósio sobre direito dos valores mobiliários*. Série Cadernos do Conselho da Justiça Federal, Brasília, CJP, n. 16, p. 132, 1999).

³⁷⁹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários* cit., p. 44.

³⁸⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Debêntures e bônus de subscrição* cit., p. 88.

³⁸¹ *Ibidem*, p. 88.

³⁸² GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures* cit., p. 422.

³⁸³ *Ibidem*, p. 422.

Como não se vinculam, de forma necessária, a um determinado e típico negócio jurídico, *as debêntures podem ser consideradas títulos abstratos de crédito*. Através da emissão desses papéis a sociedade cria títulos-valores, que podem ser oferecidos à subscrição ou simplesmente vendidos aos investidores, os quais, dessa forma, tornam-se credores da emissora. Poderão esses investidores conservar os títulos até o vencimento ou transferi-los a terceiros, posto que as debêntures são, por natureza destinadas à circulação³⁸⁴ (grifo nosso).

Assim sendo, entendemos que as debentures são valores mobiliários e podem ser caracterizados não como títulos de crédito *stricto sensu*, mas sim, como título de crédito abstrato, devido ao crédito e a obrigação contidas nesse título societário serem sempre autônomas e abstratas.

3.3.4 Títulos correlatos às debêntures

Além das debêntures, as companhias podem se valer de outros valores mobiliários de dívida³⁸⁵ ou de títulos de crédito para se capitalizar. Neste tópico abordaremos os títulos correlatos às debêntures que as sociedades podem emitir como forma de autofinanciamento.

3.3.4.1 Notas promissórias comerciais ou commercial paper

As notas promissórias comerciais, conhecidas como notas comerciais ou *commercial papers*, são também consideradas valores mobiliários de dívida pela lei do mercado de valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 2º, inciso, VI).³⁸⁶⁻³⁸⁷ Este instrumento de financiamento tem origem no direito norte-americano e se mostrou útil para as companhias por ser um título de curto prazo, destinado a financiar o capital de giro.³⁸⁸

De acordo com o novo regramento desses títulos, instituído pela Lei 14.195, de 26 de agosto de 2021 (“Lei 14.195/2021”), as notas comerciais, além de serem valores mobiliários, possuem a natureza de título de crédito, não conversível em ações e de livre negociação (Lei

³⁸⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. *Debêntures e bônus de subscrição* cit., p. 88.

³⁸⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 73.

³⁸⁶ Lei 6.385/1976, art. 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] VI – as notas comerciais”.

³⁸⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 75.

³⁸⁸ “Como a emissão não se encontrava sujeita a registro, nem dispunham os títulos de garantias reais ou privilégios especiais, o tomador natural desses papéis era o investidor financeiramente sofisticado. Para tanto, exigia-se que o valor unitário do papel fosse bastante elevado, de modo a dele afastar os pequenos e médios poupadores, os quais não se encontravam habilitados a bem avaliar o risco do negócio” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 195-196).

14.195/2021, art. 45),³⁸⁹ mostrando-se semelhantes a uma nota promissória,³⁹⁰ em que a companhia, mediante oferta pública ou privada (Lei 14.195/2021, art. 51),³⁹¹ representa uma promessa de pagamento.³⁹²⁻³⁹³

Apesar de serem consideradas valores mobiliários, tal caracterização não altera o título ou sua natureza, apenas lhe confere uma condição especial de circulação³⁹⁴ pelas normas do mercado de capitais, sendo seu regime jurídico estabelecido pela Lei 14.195/2021 e pela CVM na Instrução Normativa 566 de 2015 (“ICVM 566/2015”).

A emissão pública das notas promissórias comerciais destina-se a operações de curto prazo, tendo vencimento de no máximo 360 dias (ICVM 566/2015, art. 5º),³⁹⁵ diferentemente das debêntures que, em geral, são emitidas com duração de médio ou longo prazo.³⁹⁶ A flexibilidade é uma das características marcantes das notas comerciais como observa José Romeu Garcia do Amaral:

As notas são instrumentos flexíveis que admitem diversas configurações pelo emitente. É por isso que demandam a análise das características extrínsecas ao título para que sejam ou não conceituadas como valores mobiliários. Já as debêntures independem de fatores externos (motivação, plano de distribuição, etc.) para serem caracterizadas como valores mobiliários.³⁹⁷

³⁸⁹ Lei 14.195/2021, art. 45: “A nota comercial, valor mobiliário de que trata o inciso VI do caput do art. 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é título de crédito não conversível em ações, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente sob a forma escritural por meio de instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários”.

³⁹⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 197.

³⁹¹ Lei 14.195/2021, art. 51: “as distribuições privadas, o serviço de escrituração deverá ser efetuado em sistemas que atendam aos seguintes requisitos: [...]”.

³⁹² De acordo com Norma Jonsen Parente, as notas comerciais são consideradas valores mobiliários desde a Resolução 1.723/1990 do Conselho Monetário Nacional (PARENTE, Norma Jonsen. Mercado de capitais cit., p. 223).

³⁹³ “Intrínseca e extrinsecamente, o *commercial paper* é uma nota promissória, e, como tal, os seus requisitos serão os mesmos deste título de crédito. Como valor mobiliário, sujeita-se, no entanto, o papel às instruções da CVM, as quais poderão estabelecer condições para a sua emissão, e ainda as características adicionais que deverão revesti-lo, observadas, naturalmente, todas as normas legais imperativas aplicáveis às notas promissórias” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 200).

³⁹⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 198.

³⁹⁵ ICVM 566/2015, art. 5º: “O prazo de vencimento da nota promissória deve ser de no máximo 360 (trezentos sessenta) dias a contar da data de sua emissão, havendo, obrigatoriamente, apenas uma data de vencimento por série”. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html>. Acesso em: 6 maio 2021.

³⁹⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 76.

³⁹⁷ *Ibidem*, p. 77.

Embora haja essas diferenças, as notas promissórias comerciais apresentam algumas características comuns com as debêntures, como a exigência de registro na CVM para distribuição pública, a possibilidade de serem emitidas sem garantias reais ou fidejussórias e a dependência da qualidade da companhia emissora e de seu *rating* junto às agências de avaliação de risco.³⁹⁸

Para as sociedades que emitem esses valores mobiliários, as vantagens decorrem da agilidade e do custo menor da operação acoplada, como assim entende Norma Jonssen Parente, para quem as vantagens das notas promissórias comerciais representam uma opção para o financiamento das companhias, em vez do uso das debêntures:

Diferentemente das debêntures, com prazos mais longos ou até mesmo sem vencimentos, o *commercial paper*, é mais utilizado para financiar operações de curto prazo, a juros menores do que os cobrados em operações bancárias. Esta modalidade é muitas vezes usada para levantamento de capital de giro, para atenuar a necessidade de caixa em casos como o pagamento de fornecedores, compra de estoques ou quaisquer atividades de curto prazo, que podem também influenciar na criação da riqueza em um prazo mais longo. [...] As notas comerciais também podem ser lançadas por uma companhia como forma de empréstimo-ponte, quando há um descasamento entre emissões de longo prazo ou como primeiro passo de uma operação de captação de recursos mais ampla. Por exemplo, em casos de aquisição de outra companhia, ou de um projeto específico de investimento, em que são necessários volumes maiores de recursos, a empresa pode lançar notas comerciais em um primeiro momento e, se o negócio avançar, em um segundo momento a empresa poderá emitir ações ou debêntures para complementar a composição do financiamento.³⁹⁹

As notas comerciais, apesar de tais vantagens para as sociedades emissoras, sofrem com a competição diante dos títulos públicos, que, em geral, são considerados mais seguros e não tão desconhecidos, o que impede a criação de um mercado secundário para esses valores mobiliários e sua difusão para determinados tipos de investidores, como as pessoas físicas.⁴⁰⁰

Não obstante esse valor mobiliário ser emitido também na forma pública, não só as companhias como também as sociedades limitadas e as cooperativas podem emitir tais títulos para se financiar (Lei 14.195/2021, art. 46 e ICVM 566/2015, art. 2º),⁴⁰¹ demonstrando,

³⁹⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 78.

³⁹⁹ PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais* cit., p. 224.

⁴⁰⁰ *Ibidem*, p. 224.

⁴⁰¹ Lei 14.195/2021, art. 46: Podem emitir a nota comercial as sociedades anônimas, as sociedades limitadas e as sociedades cooperativas. ICVM 566/2015, art. 2: As companhias e as sociedades limitadas podem emitir, para distribuição pública, nota promissória que confira a seus titulares direito de crédito contra a emitente, observadas as características dos títulos previstas nesta Instrução. Parágrafo único. As cooperativas que

assim, a intenção em facilitar e democratizar o acesso ao mercado de capitais para outros tipos societários, tal como explicado neste trabalho.

3.3.4.2 *Partes beneficiárias*

As partes beneficiárias são conceituadas como títulos negociáveis que podem ser emitidos por uma companhia a qualquer tempo como forma de se financiar.⁴⁰² Esses títulos são emitidos sem valor nominal e estranhos ao capital social, de acordo com a condição estabelecida em lei (LSA, art. 46),⁴⁰³ conferindo a seus titulares direitos de participação nos lucros anuais da companhia (LSA, art. 46, § 1º).⁴⁰⁴⁻⁴⁰⁵

Segundo Modesto Carvalhosa, as partes beneficiárias se destacam das ações pelo fato de representar um título estritamente patrimonial, e não de relação pessoal com a sociedade, vez que o vínculo criado pela sua emissão tem caráter financeiro:

Constituem as partes beneficiárias um direito de natureza patrimonial concedido a fundadores, acionistas, ou terceiros, com características próprias de um título, sem valor nominal e estranho ao capital social que dá ao seu possuidor determinado crédito de participação nos lucros da sociedade. Trata-se, com efeito, de um direito de natureza patrimonial, haja vista que outorga ao seu titular prerrogativa meramente financeira e não pessoal junto à sociedade, pois excluída qualquer participação na vida social.⁴⁰⁶

No entendimento de Fábio Ulhoa Coelho, as partes beneficiárias são “valores mobiliários que asseguram ao seu titular direito de crédito eventual perante a sociedade anônima emissora, consistente numa participação dos lucros desta” e tem como função principal a captação de recursos para a companhia. Além dessa função típica, este título pode ser usado para a remuneração por prestação de serviços a sociedade e para atribuição gratuita, como assim por ele destacado:⁴⁰⁷

tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária também podem emitir nota promissória para distribuição pública, observadas as características dos títulos previstas nesta Instrução.

⁴⁰² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 73.

⁴⁰³ Lei 6.404/1976, art. 46: “A companhia pode criar, a qualquer tempo, títulos negociáveis, sem valor nominal e estranhos ao capital social, denominados ‘partes beneficiárias’”.

⁴⁰⁴ Lei 6.404/1976, art. 46: “[...] § 1º As partes beneficiárias conferirão aos seus titulares direito de crédito eventual contra a companhia, consistente na participação nos lucros anuais (art. 190)”.

⁴⁰⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 74.

⁴⁰⁶ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 379.

⁴⁰⁷ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 159.

Ao lado dessa função, típica dos valores mobiliários, as partes beneficiárias apresentam também outras duas, a de remuneração por prestação de serviços e a atribuição gratuita. Exemplificando a primeira: se a companhia contratou os serviços de um administrador de empresa para a reorganização de sua estrutura e combinou pagar-lhe, além dos honorários fixos, uma participação nos lucros, durante certo prazo, a obrigação correspondente a esta última pode ser documentada por uma parte beneficiária. A atribuição gratuita, a seu turno, normalmente se realiza em favor de entidade beneficente dos empregados da sociedade anônima (*fundação* ou *associação*). Outra limitação a se considerar é a temporal. A parte beneficiária gratuitamente atribuída não poderá durar mais que 10 anos, salvo quando favorece entidade beneficente de empregados (LSA, art. 38, §1º).⁴⁰⁸

Como as partes beneficiárias podem ser também concedidas a acionistas, não cabe a estes, na posição de detentores desse título, usá-lo como forma de crescer direitos de sócio, devido à característica das partes beneficiárias de representar uma relação contratual unilateral, semelhante à relação acionista-sociedade.⁴⁰⁹ Considera José Edwaldo Tavares Borba, que esses títulos “se distinguem claramente das ações, uma vez que não correspondem a qualquer contrapartida no capital da sociedade” e complementa afirmando que “os direitos de acionista, salvo os de fiscalizar, não lhes podem ser atribuídos”.⁴¹⁰

Importante ressaltar que é vedada a emissão de partes beneficiárias por companhias abertas (LSA, art. 47, parágrafo único),⁴¹¹ restando sua emissão apenas por sociedades de capital fechado, que não possuem registro na CVM, diferentemente das debêntures que podem também ser emitidas por sociedades anônimas de capital aberto.⁴¹² Além desta vedação de emissão por companhias abertas, as partes beneficiárias se distinguem das debêntures no que tange à contrapartida da companhia, pois ficam sujeitas a verificação do lucro no término do exercício social. As debêntures, ao contrário, possuem a certeza de pagamento, tanto do rendimento ao longo do tempo como do principal em seu vencimento, conforme sua escritura de emissão, independentemente da companhia auferir lucros no período.⁴¹³

⁴⁰⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 159.

⁴⁰⁹ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 379.

⁴¹⁰ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 315.

⁴¹¹ Lei 6.404/1976, art. 47, parágrafo único: “É vedado às companhias abertas emitir partes beneficiárias”.

⁴¹² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 74.

⁴¹³ “A diferença, portanto, entre as partes beneficiárias e as debêntures, no que tange à contrapartida da companhia, é que as debêntures têm a certeza de seu pagamento, tanto do rendimento ao longo do tempo, como do principal em seu vencimento, conforme disposto na escritura de emissão. Já as partes beneficiárias estão sujeitas à verificação de lucro ao término do exercício social, após as deduções dos prejuízos acumulados, da provisão para o imposto de renda e das participações estatutárias dos empregados e

Outras distinções entre os negócios jurídicos são a vedação expressa de criação de mais de uma classe de partes beneficiárias (LSA, art. 46, parágrafo quarto),⁴¹⁴ ao passo que as debêntures podem ser divididas em séries (LSA, art. 53),⁴¹⁵ e a limitação das partes beneficiárias de conferir aos seus titulares apenas um décimo dos lucros da companhia (LSA, art. 46, § 2º),⁴¹⁶ vedação essa que as debêntures não possuem.⁴¹⁷

3.3.4.3 Cédulas de debêntures

Além dos valores mobiliários tradicionais, como as ações e debêntures, a Lei das S.A. regulou a criação, emissão e circulação de outros títulos societários destinados à captação de recursos no mercado. Um desses valores mobiliários, inexistente até o advento da Lei 6.404/1976, é a cédula de debêntures.⁴¹⁸

Este valor mobiliário, que antes era denominado cédula pignoratícia de debêntures, se apresenta como título de crédito emitido por instituição financeira autorizada pelo Banco Central, e contém uma promessa de pagamento de valor certo e determinado.⁴¹⁹ Seu regime jurídico, presente na Lei das S.A., confere às instituições financeiras a possibilidade de emissão desses títulos com lastro em debêntures, com garantia própria, e que conferirão a seus titulares direito de crédito contra o emitente pelo valor nominal e os juros nela estipulados (LSA, art. 72),⁴²⁰ como assim explica Norma Jonssen Parente:

O art. 72 da Lei das S.A. permite a emissão de cédulas de debêntures por instituições financeiras autorizadas pelo Bacen para tal operação. Trata-se de títulos com garantia própria que permitem ao emitente a obtenção de recursos tendo como lastro debêntures emitidas por companhias. Esse

administradores, e tem preferência sobre os dividendos, quando pagos à conta do lucro líquido do exercício” (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 74).

⁴¹⁴ Lei 6.404/1976, art. 46: “[...] § 4º É proibida a criação de mais de uma classe ou série de partes beneficiárias”.

⁴¹⁵ Lei 6.404/1976, art. 53: “A companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries”.

⁴¹⁶ Lei 6.404/1976, art. 46: “[...] § 2º A participação atribuída às partes beneficiárias, inclusive para formação de reserva para resgate, se houver, não ultrapassará 0,1 (um décimo) dos lucros”.

⁴¹⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 75.

⁴¹⁸ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures* cit., p. 462.

⁴¹⁹ “A cédula de debêntures, que na origem se denominava cédula pignoratícia de debêntures, é um título de crédito, emitido por instituição financeira autorizada pelo Banco Central do Brasil. Por esse título, que contém uma promessa de pagamento de valor certo e determinado, a instituição financeira poderá captar recursos no mercado, tornando-se ela própria a devedora do valor mencionado no papel” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 177).

⁴²⁰ Lei 6.404/1976, art. 72: “As instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil a efetuar esse tipo de operação poderão emitir cédulas lastreadas em debêntures, com garantia própria, que conferirão a seus titulares direito de crédito contra o emitente, pelo valor nominal e os juros nela estipulados”.

método proporciona a possibilidade de uma instituição financeira subscrever debêntures de algumas empresas e, em seguida, emitir cédulas para obter recursos.⁴²¹

Quando concebida pela Lei das S.A., a cédula de debêntures era um título pignoratício, tendo como característica principal a garantia constituída por penhor de debêntures, mas que era considerada de difícil viabilização prática pois, na época, as debêntures se apresentavam nas formas de ao portador e endossável.⁴²² Após a extinção dessas formas e a adoção das modalidades de debêntures nominativas e escriturais, não era mais necessário que o título fosse pignoratício, visto que os títulos nominativos e escriturais são onerados por mero registro e não pela tradição física do papel,⁴²³ do modo como observado por José Edwaldo Tavares Borba:

Sendo as formas nominativa e escritural as únicas atualmente admissíveis, o penhor, que antes era inexecutível porque não havia como entregar as debêntures a cada um dos titulares das cédulas, tornou-se plenamente viável, posto que as debêntures nominativa e escritural encontram-se sujeitas a registro, e, por essa razão, a sua oneração (penhor) não dependeria de tradição, mas sim de mera averbação nos respectivos registros. Os títulos nominativos e escriturais são imateriais, e, por essa razão, não são suscetíveis de tradição física; transferem-se e são onerados por meio de lançamento e averbação nos livros e sistemas de registro (art. 39 e seu § 1º, combinados com o art. 63 da Lei n. 6.404/76).⁴²⁴

Com o advento das formas nominativas e escriturais das debêntures e, com isso, a ausência da necessidade da garantia por penhor, a Lei 9.457/1997, excluiu o termo “pignoratícia” da denominação do título que passou a se chamar apenas de cédulas de debêntures, e incluiu no *caput* do art. 72 da Lei da S.A. o termo “cédulas lastreadas em debêntures” em vez de “cédulas garantidas pelo penhor de debêntures” como era identificado na redação original.⁴²⁵ Este título pode ser emitido na forma nominativa, tendo seu registro

⁴²¹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 213.

⁴²² BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 177.

⁴²³ “Neste meio tempo, com relação às debêntures, foram extintas as formas ao portador e endossável, sendo adotadas em substituição as formas nominativa e escritural. Ora, os títulos ao portador e endossáveis dependem, para que se transfiram ou sejam onerados, de tradição física do papel, o que não acontece com os títulos nominativos e escriturais, os quais se transferem e são onerados através de um mero registro” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 179).

⁴²⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 179-180.

⁴²⁵ GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. *Debêntures* cit., p. 463.

em livro próprio nos moldes previstos para outros títulos nominativos, ou escritural, sendo lançado em registro por instituição autorizada, ficando dispensada a emissão de certificado.⁴²⁶

Apesar de se mostrar como mais uma alternativa para o financiamento das companhias, no caso, instituições financeiras, a relevância da emissão de tais títulos é frequentemente questionada por sua utilidade pois, de acordo com Norma Jonssen Parente, alguns autores “apresentam como aspectos relevantes na emissão de cédulas de debêntures a viabilização da distribuição de debêntures emitidas por companhias de pequeno porte, que teriam dificuldades em colocar seus títulos diretamente no mercado”.⁴²⁷ Diante disso, se torna questionável a utilização desse valor mobiliário pelas instituições financeiras.

3.4 Disciplina jurídica da emissão de debêntures e dos títulos e valores mobiliários

Analisadas a natureza jurídica e as características das debêntures, faz-se necessário pesquisar e descrever, de modo sistematizado, o regime jurídico de regulação desse instrumento financeiro e dos demais títulos e valores mobiliários em nosso ordenamento de direito positivo.

3.4.1 Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404/1976

A Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, como já visto, disciplina o vigente regime jurídico das debêntures em nosso sistema jurídico. Para os juristas que colaboraram na elaboração da Lei das S.A., Alfredo Lamy Filho e José Juiz Bulhões Pedreira, o projeto buscava elaborar um sistema baseado nos princípios da:

[...] ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações) (grifo nosso).⁴²⁸

Na Lei 6.404/1976, a debênture é tratada em 23 artigos (52 a 74) onde são definidas suas funções e características e reguladas a forma de emissão e série, vencimento, amortização e resgate. Também são regulamentadas a competência, a escritura e registro de

⁴²⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 183.

⁴²⁷ PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais* cit., p. 214.

⁴²⁸ CVM. Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda cit.

emissão, bem como a forma, propriedade, circulação, emissão no estrangeiro, extinção das debêntures e os agentes dos debenturistas.

Entre esses temas, os principais pontos regulados nesta legislação são: (i) a competência da assembleia geral para a emissão (LSA, art. 59), e quando a companhia for aberta, a possibilidade do conselho de administração deliberar sobre a emissão (LSA, art. 59, § 1º), onde também é de competência da assembleia geral aprovar as condições do valor de emissão, reembolso e condições de resgate e garantias (LSA, art. 55);⁴²⁹⁻⁴³⁰ (ii) a escritura de emissão (LSA, art. 61);⁴³¹ (iii) o registro das debêntures (LSA, art. 62);⁴³² os agentes fiduciários dos debenturistas (LSA, art. 66),⁴³³ bem como sua substituição, remuneração e fiscalização (LSA, art. 67)⁴³⁴ e seus deveres e atribuições (LSA, art. 68);⁴³⁵ (iv) a assembleia de debenturistas (LSA, art. 71);⁴³⁶ (v) a emissão de debêntures no estrangeiro (LSA, art. 73);⁴³⁷ e (vi) a extinção das debêntures (LSA, art. 74).

⁴²⁹ Lei 6.404/1976, art. 55: “A época do vencimento da debênture deverá constar da escritura de emissão e do certificado, podendo a companhia estipular amortizações parciais de cada série, criar fundos de amortização e reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total, dos títulos da mesma série”.

⁴³⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 152.

⁴³¹ Lei 6.404/1976, art. 61: “A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições”.

⁴³² Lei 6.404/1976, art. 62: “Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: I – arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembleia-geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão; II – inscrição da escritura de emissão no registro do comércio; III – constituição das garantias reais, se for o caso. [...]”.

⁴³³ Lei 6.404/1976, art. 66: “O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures”.

⁴³⁴ Lei 6.404/1976, art. 67: “A escritura de emissão estabelecerá as condições de substituição e remuneração do agente fiduciário, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários fiscalizará o exercício da função de agente fiduciário das emissões distribuídas no mercado, ou de debêntures negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, podendo: a) nomear substituto provisório, nos casos de vacância; b) suspender o agente fiduciário de suas funções e dar-lhe substituto, se deixar de cumprir os seus deveres”.

⁴³⁵ Lei 6.404/1976, art. 68: “O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão”.

⁴³⁶ Lei 6.404/1976, art. 71: “Os titulares de debêntures da mesma emissão ou série podem, a qualquer tempo, reunir-se em assembleia a fim de deliberar sobre matéria de interesse da comunhão dos debenturistas”.

⁴³⁷ Lei 6.404/1976, art. 73: “Somente com a prévia aprovação do Banco Central do Brasil as companhias brasileiras poderão emitir debêntures no exterior com garantia real ou flutuante de bens situados no País”.

Também é importante anotar que por meio dessa lei podemos classificar as espécies de debêntures de acordo com as garantias (LSA, art. 58).⁴³⁸ Segundo Fábio Ulhoa Coelho, as debêntures podem ser de quatro espécies: “com garantia real, com garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas” e complementa que “a classificação tem importância, principalmente, na hipótese de falência da sociedade anônima emissora”.⁴³⁹

Além das debêntures, a Lei das S.A. regula outros valores mobiliários como as ações (LSA, arts. 13 a 45); os bônus de subscrição (LSA, arts. 75 a 79) que se apresentam como valores mobiliários que atribuem a seu titular o direito de preferência para subscrever novas ações da companhia emissora;⁴⁴⁰ e de títulos como as partes beneficiárias (LSA, arts. 46 a 71).

3.4.2 *Lei do Mercado de Capitais – Lei 4.728/1965*

A Lei 4.728, de 14 de julho de 1965, também conhecida como a Lei do Mercado de Capitais, representa a legislação que estabelece medidas para o desenvolvimento do mercado de capitais.⁴⁴¹ Entre as inovações dessa lei, temos, por exemplo, a possibilidade da criação de bancos privados de investimento e empresas de crédito imobiliário; a emissão de ações acima do valor nominal até então proibidas pelo conceito fiscal vigente,⁴⁴² e como já visto, a criação das debêntures reajustáveis conversíveis em ações e o registro de emissão e submissão de

⁴³⁸ Lei 6.404/1976, art. 58: “A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia. § 1º A garantia flutuante assegura à debênture privilégio geral sobre o ativo da companhia, mas não impede a negociação dos bens que compõem esse ativo. § 2º As garantias poderão ser constituídas cumulativamente. § 3º As debêntures com garantia flutuante de nova emissão são preferidas pelas de emissão ou emissões anteriores, e a prioridade se estabelece pela data da inscrição da escritura de emissão; mas dentro da mesma emissão, as séries concorrem em igualdade. § 4º A debênture que não gozar de garantia poderá conter cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia. § 5º A obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade, assumida pela companhia na escritura de emissão, é oponível a terceiros, desde que averbada no competente registro. § 6º As debêntures emitidas por companhia integrante de grupo de sociedades (art. 265) poderão ter garantia flutuante do ativo de 2 (duas) ou mais sociedades do grupo”.

⁴³⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 154.

⁴⁴⁰ *Ibidem*, p. 158.

⁴⁴¹ “A Lei do Mercado de Capitais, dentre os diversos acontecimentos importantes ocorridos em 1965, foi a que maior impacto causou e, positivamente, aquele que nos anos seguintes foi o fator chave na evolução do mercado. Tendo como ponto de partida um estudo preparado por grupo de trabalho especialmente nomeado pelo Ministro da Fazenda, a Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728 de 14/07/65) passou a ser o objetivo principal de todos direta ou indiretamente ligados ao mercado” (COSTA, Roberto Teixeira da. *Lei do mercado de capitais. Revista relações com investidores*. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/195/993>. Acesso em: 11 maio 2021).

⁴⁴² *Ibidem*.

debêntures perante o Banco Central no caso de ofertas públicas, do qual foi posteriormente transferida para a CVM após a Lei 6.385/1976.⁴⁴³

Podemos encontrar nessa legislação, além do regramento das debêntures conversíveis em ações (Lei 4.728/1965, art. 44),⁴⁴⁴ a possibilidade de emissão de debêntures ou obrigações ao portador, ou nominativas endossáveis, com cláusula de correção monetária (Lei 4.728/1965, art. 26),⁴⁴⁵ a possibilidade de emissão de ações endossáveis (Lei 4.728/1965, art. 32),⁴⁴⁶ a tributação de rendimentos de títulos de crédito e ações (Lei 4.728/1965, art. 53)⁴⁴⁷ e a incidência do imposto de renda das debêntures, obrigações ao portador e partes beneficiárias (Lei 4.728/1965, art. 54).⁴⁴⁸

3.4.3 *Lei do Mercado de Valores Mobiliários – Lei 6.385/1976*

O principal regramento das debêntures e outros valores mobiliários, após a Lei das S.A., pode ser encontrado na Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que trata do mercado de valores mobiliários e que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Nessa lei, além da definição, como já visto, dos títulos que são considerados valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 2º),⁴⁴⁹ são disciplinados, por exemplo, a emissão e distribuição de valores

⁴⁴³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 542.

⁴⁴⁴ Lei 4.728/1965, art. 44: “As sociedades anônimas poderão emitir debêntures ou obrigações, assegurando aos respectivos titulares o direito de convertê-las em ações do capital da sociedade emissora”.

⁴⁴⁵ Lei 4.728/1965, art. 26: “As sociedades por ações poderão emitir debêntures, ou obrigações ao portador ou nominativas endossáveis, com cláusula de correção monetária, desde que observadas as seguintes condições: I – prazo de vencimento igual ou superior a um ano; II – correção efetuada em períodos não inferiores a três meses, em bases idênticas às aplicáveis às Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; III – subscrição por instituições financeiras especialmente autorizadas pelo Banco Central, ou colocação no mercado de capitais com a intermediação dessas instituições”.

⁴⁴⁶ Lei 4.728/1965, art. 32: “As ações de sociedades anônimas, além das formas nominativas e ao portador, poderão ser endossáveis”.

⁴⁴⁷ Lei 4.728/1965, art. 53: “Está sujeito ao desconto do imposto de renda na fonte, à razão de 15% (quinze por cento) o deságio concedido na venda, ou colocação no mercado por pessoa jurídica a pessoa física, de debêntures ou obrigações ao portador, letras de câmbio ou outros quaisquer títulos de crédito”.

⁴⁴⁸ Lei 4.728/1965, art. 54: “Os juros de debêntures ou obrigações ao portador e a remuneração das partes beneficiárias estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte: I – à razão de 15% (quinze por cento), no caso de identificação do beneficiário nos termos do art. 3º, da Lei n. 4.154, de 28 de novembro de 1962; II – à razão de 60% (sessenta por cento), se o beneficiário optar pela não identificação”.

⁴⁴⁹ Lei 6.385/1976, art. 2º: “São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração,

mobiliários no mercado; a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a negociação e intermediação no mercado de derivativos e a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores (Lei 6.385/1976, art. 1º).⁴⁵⁰

A Lei 6.385/1976 regula, de modo detalhado, as competências do Conselho Monetário Nacional (art. 3º);⁴⁵¹ e da CVM (art. 5º);⁴⁵² suas atribuições (art. 8º);⁴⁵³ a regulamentação das negociações em bolsa e no mercado de balcão (arts. 21 e 21-A); a regulamentação das companhias abertas (art. 22) e os crimes contra o mercado de capitais (arts. 27-D a 27-F).

Em relação a regulamentação das emissões e distribuições dos valores mobiliários, a Lei 6.385/1976 enuncia nos arts. 19 e 20 as seguintes disposições:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º – São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. § 2º – Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo: I – o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas; II – o coobrigado nos títulos; III – as

inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

⁴⁵⁰ Lei 6.385/1976, art. 1º: “Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários”.

⁴⁵¹ Lei 6.385/1976, art. 3º: “Compete ao Conselho Monetário Nacional: I – definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; II – regular a utilização do crédito nesse mercado; III – fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; IV – definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil. V – aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores. VI – estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: [...]”.

⁴⁵² Lei 6.385/1976, art. 5º: “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

⁴⁵³ Lei 6.385/1976, art. 8º: “Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II – administrar os registros instituídos por esta Lei; III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV – propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V – fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.

instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I; IV – quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado. § 3º – Caracterizam a emissão pública: I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. § 4º – A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira. § 5º – Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I – definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; II – fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre: a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela provenientes; c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso; d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor. § 6º – A Comissão poderá subordinar o registro a capital mínimo da companhia emissora e a valor mínimo da emissão, bem como a que sejam divulgadas as informações que julgar necessárias para proteger os interesses do público investidor. § 7º – O pedido de registro será acompanhado dos prospectos e outros documentos quaisquer a serem publicados ou distribuídos, para oferta, anúncio ou promoção do lançamento. Art. 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando: I – a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro; II – a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

Por serem esses temas de suma importância para as debêntures e o mercado de valores mobiliários, esta legislação é considerada fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais.

3.4.4 Instrução CVM 476/2009

A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 476, de 16 de janeiro de 2009 (“ICVM 476/2009”), regula a possibilidade da emissão pública de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos e as disposições para a negociação desses títulos, emitidos dessa forma, nos mercados regulamentados. Essa instrução, com o intuito de facilitar o acesso ao mercado de capitais, apresenta exigências mais brandas do que a ICVM 400/2003, fazendo com que as companhias possam buscar crédito de forma mais ágil, como reação aos

problemas derivados da grande crise econômica e financeira mundial do ano de 2008,⁴⁵⁴ como assim destacado pela própria CVM:

A norma em questão surgiu em 2009, pós crise internacional decorrente do subprime, como forma de permitir que as companhias buscassem crédito via mercado de capitais de forma mais ágil e sujeitas a exigências mais brandas do que as da Instrução CVM 400. Para isso, a CVM analisou a experiência internacional, em especial a dos Estados Unidos. Uma vez que o órgão regulador busca proteger o investidor e o mercado, a análise prévia para concessão de registro de oferta é uma forma de garantir que o público em geral tenha acesso a informações fidedignas com a realidade do emissor e que haja total transparência para uma tomada de decisão de investimento. Contudo, a CVM constatou que ofertas em outros países direcionadas para investidores mais sofisticados e com maior capacidade de análise de riscos (os chamados *qualified institutional buyers* – *QIBs*, ou investidores institucionais qualificados) dispensavam essa análise prévia e registro de oferta pelo órgão regulador dado que tais investidores já teriam capacidade suficiente para fazer uma análise criteriosa e prévia antes de uma tomada de decisão de investimento.⁴⁵⁵

Esta instrução trouxe como requisitos para essa forma de emissão pública, também por sociedades anônimas fechadas, como, por exemplo, a dispensa de registro de distribuição (Lei 6.385/1976, art. 19); a destinação da oferta para investidores profissionais, sendo a procura de no máximo 75 investidores, e a subscrição para apenas 50 deles.⁴⁵⁶

Em relação às debêntures, são elas regidas por essa instrução apenas as debêntures não conversíveis ou não permutáveis em ações (Instrução Normativa CVM 476/2009, art. 1º, § 1º, inciso III).⁴⁵⁷

A Instrução CVM 476/2009 também determinou que as companhias fechadas que quiserem se valer dessa forma de emissão, devem submeter suas demonstrações financeiras a auditoria registrada na CVM, devendo essas demonstrações ser divulgadas com notas explicativas e pareceres dos auditores, observados as regras de sigilo e vedação às negociações como destacado por Nelson Eizirik, sobre a principais inovações que esta instrução introduziu para as ofertas públicas:

⁴⁵⁴ CVM. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 796. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#DireitodoMercado>. Acesso em: 18 maio 2021.

⁴⁵⁵ CVM. *Direito do mercado de valores mobiliários* cit., p. 796.

⁴⁵⁶ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 363-364.

⁴⁵⁷ ICVM 476/2009, art. 1º: “Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos. § 1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de: [...] III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações”.

A Comissão de Valores Mobiliários, ao regular as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, determinou que (i) estão dispensadas do registro que trata o art. 19 da Lei n. 6.385/1976 e a elas não se aplicam as normas da Autarquia relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários; (ii) deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários; (iii) será admitida a procura de, no máximo 75 (setenta e cinco) investidores profissionais e as debêntures ofertadas deverão ser subscritas por, no máximo, 50 (cinquenta) deles. Ademais, tais companhias fechadas ficam sujeitas a: (i) submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na Comissão de Valores Mobiliários; (ii) divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer dos auditores independentes; (iii) observar as regras sobre dever de sigilo e vedação às negociações; e (iv) divulgar por meio da rede mundial de computadores a ocorrência de fato relevante, comunicando imediatamente ao intermediário líder da oferta.⁴⁵⁸

Diante desses aspectos, além de facilitar o acesso ao mercado de capitais, esta instrução simplificou e agilizou a emissão de valores mobiliários das companhias e a possibilidade de sua colocação no mercado, visto que, apenas investidores institucionais ou profissionais tinham acesso a este tipo de oferta, fazendo com que o processo de emissão ocorra de forma mais rápida.

A Instrução CMV 476/2009, se apresenta como uma opção para as companhias que não sejam de capital aberto, mas que pretendem acessar o mercado de capitais com maior rapidez para, assim, conseguir os recursos necessários aos seus investimentos.

⁴⁵⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 363-364.

4 DA POSSIBILIDADE JURÍDICA PARA A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADE LIMITADA

4.1 Necessidade e justificação econômica para a emissão de debêntures por sociedade limitada e por companhia fechada

A emissão de valores mobiliários, como mencionado anteriormente, se apresenta como uma alternativa para a capitalização das companhias que não querem se valer de empréstimos junto a instituições financeiras, operações essas típicas do mercado bancário ou de crédito.⁴⁵⁹ Nestas operações, devido ao modo de captação de recursos pelas instituições ocorrer de forma multifacetária,⁴⁶⁰ este meio de financiamento empresarial acaba tornando-se dispendioso.

Diante disso, a utilização do mercado de capitais, mediante a emissão de títulos de dívida como as debêntures, mostra-se como uma boa opção para as empresas que necessitam de investimentos e não pretendem se submeter aos elevados custos do crédito bancário.⁴⁶¹

Apesar dessa forma de financiamento da empresa apresentar, como visto no capítulo anterior, outras vantagens, para parte da doutrina empresarial nacional, tem-se como premissa

⁴⁵⁹ Para Otavio Yazbek, o gênero mercado financeiro quando cindido apresenta duas espécies o “mercado financeiro em sentido estrito” e o “mercado de capitais”. Para o autor: “Na primeira delas (que também poderia se chamar de ‘mercado de crédito’ ou de ‘mercado bancário’), a mobilização e canalização dos excedentes é efetuada por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento. [...] Por outro lado, no mercado de capitais (o ‘mercado de valores mobiliários’) a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas, como ações, debêntures ou *commercial papers*, adquiridas por aquele primeiro” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais* cit., p. 126).

⁴⁶⁰ “No mercado bancário pratica-se a chamada ‘atividade privativa de instituição financeira’, que é multifacetária e envolve necessariamente: (i) a captação de recursos de terceiros em nome próprio, (ii) seguida de repasse financeiro através de operação de mútuo, (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados, (iv) desde que a captação seguida de repasse se realize em caráter habitual”. Assim, o financiamento dos entes deficitários dá-se, necessariamente, por intermédio de uma instituição financeira que, antes de emprestar dinheiro para terceiros, deve captá-lo para si. A decisão de alocação dos recursos financeiros não é tomada pelo depositante bancário, mas pela própria instituição financeira depositária” (VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. *As sociedades limitadas e o mercado de capitais*. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 630).

⁴⁶¹ “[...] a emissão de valores mobiliários representando dívidas seriam um grande atrativo para investidores, por ser uma alternativa pouco custosa e vantajosa para ambas as partes, em especial em comparação à tomada de empréstimos bancários, sento potencialmente uma ótima forma de atrair investimentos a um risco relativamente baixo” (SCHRAPPE, Camila; SOUZA, Gabriela Veras de. *Alternativas de investimento em sociedades limitadas e a importância da emissão de debêntures como mecanismo de autonomia do empresário*. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (Coord.). *Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 177).

que a emissão de debêntures é exclusiva das sociedades por ações.⁴⁶²⁻⁴⁶³ Este entendimento está baseado na leitura do art. 52 da Lei das S.A. que é expresso em afirmar que a “companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela”, o que tornaria, assim, a emissão de debêntures restrita apenas às sociedades por ações.⁴⁶⁴

Outro argumento em defesa da concepção restritiva de que a emissão de debêntures é restrita às companhias reside na ideia de incompatibilidade entre os institutos destas sociedades, como, por exemplo, a emissão de valores mobiliários, com o de outros tipos societários, como as limitadas.⁴⁶⁵ Segundo autores como José Edwaldo Tavares Borba, mesmo para as sociedades limitadas regidas supletivamente pelas normas da Lei das S.A. há um limite para tal regência, pois a aplicação supletiva não se confundiria com a aplicação subsidiária. Dessarte, a regência supletiva se destinaria a suprir as omissões do contrato social e incidiria apenas nas hipóteses que este poderia dispor.⁴⁶⁶

Para esse autor, “a regência supletiva, embora invocada pelo contrato, ocorrerá apenas naquelas matérias que se encontravam abertas à convenção das partes, limitando-se portanto ao que for compatível com a natureza e a condição da sociedade limitada”.⁴⁶⁷ Em vista disso, não seria possível, então, que uma sociedade limitada regida supletivamente pelas normas da

⁴⁶² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 161.

⁴⁶³ “[...] é muito comum verificar-se no mercado financeiro a exigência de que, para receber determinada categoria de investimento, a empresa se organize sob a forma de sociedade anônima. A instituição financeira, como condição do financiamento, exige essa forma societária, justamente, por reconhecer nela um regime jurídico que confere perfil institucional à sociedade, assegurando um certo grau de estabilidade do seu patrimônio quanto a eventuais demandas dos sócios” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. A tipologia societária e sua função econômica. Dissolução parcial da sociedade anônima fechada, princípio da intangibilidade do capital e caráter institucional da empresa. *In*: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.) *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. IV, p. 326).

⁴⁶⁴ “No direito brasileiro, apenas as sociedades anônimas e as em comanditas por ações têm legitimação para emitir debêntures. A emissão de debêntures encontra-se regulada pelo art. 52 da Lei n. 6.404/76, que disciplina a matéria de forma adstrita às companhias, daí se estendendo às sociedades em comandita por ações, uma vez que estas se regem (art. 1.090 do Código Civil) ‘pelas normas relativas à sociedade anônima’. As demais sociedades, inclusive a sociedade limitada, encontram-se impedidas de fazê-lo” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 27-28).

⁴⁶⁵ Para autores como Francisco Müssnich e Fábio Henrique Peres: “[...] sob a vigência do Código Civil de 2002, o principal motivo assinalado pela doutrina para justificar a inadmissibilidade de as sociedades limitadas emitirem debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição está na incompatibilidade funcional entre tais institutos e as sociedades limitadas, já que essas figuras, ‘pela sua natureza de títulos-valores, a serem oferecidos à subscrição, não se coadunam com os fins próprios da sociedade limitada’. Esse parece ser o melhor entendimento, devendo-se reservar a disciplina da emissão de debêntures, parte beneficiárias e outros valores mobiliários tão somente às sociedades por ações, salvo eventual previsão legal expressa” (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. Notas acerca das quotas no direito brasileiro cit., p. 102-103).

⁴⁶⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 122.

⁴⁶⁷ *Ibidem*, p. 122.

Lei das S.A. pudesse dispor sobre a emissão de títulos de dívida como as debêntures em seu contrato social, devido à natureza estranha dessa matéria perante esse tipo societário.⁴⁶⁸

Em sentido semelhante é o entendimento de Modesto Carvalhosa que anota a impossibilidade de uso pela sociedade limitada de algumas regras das companhias:

[...] *não podem ser aplicadas* às sociedades limitadas as regras da sociedade anônima atinentes à constituição da sociedade; à limitação de responsabilidade dos sócios; aos direitos e obrigações dos sócios entre si e para com a sociedade; à emissão de títulos estranhos ao capital social, tais como *debêntures*, partes beneficiárias e bônus de subscrição; à abertura do capital com apelo à poupança pública; à emissão de quotas sem valor nominal; à emissão de certificados de quotas; e à subsidiária integral (grifo nosso).⁴⁶⁹

Alfredo de Assis Gonçalves Neto também partilha desta mesma posição, afirmando que:

[...] não podem ser aplicadas às sociedades limitadas as regras da sociedade anônima atinentes à constituição da sociedade; à subsidiária integral; à limitação de responsabilidade dos sócios; aos direitos e obrigações dos sócios entre si e para com a sociedade; a outorga de certificados de participação do sócio na sociedade; à abertura de capital com apelo à poupança pública; à *emissão de debêntures*; partes beneficiárias e bônus de subscrição [...] (grifo nosso).⁴⁷⁰

Para José Waldecy Lucena, é de entendimento unânime que a emissão de debêntures é própria das sociedades por ações, pois o instituto “não coadunava e nem sem coaduna com a estrutura e natureza da antiga sociedade por quotas, nem com a nova sociedade limitada criada pelo atual Código Civil”. O autor também complementa que mesmo em países que autorizam a emissão de debêntures por sociedades limitadas, a doutrina não seria unívoca em sua aceitação.⁴⁷¹

⁴⁶⁸ “Há uma série de institutos e de regras que são típicos da sociedade anônima e, por conseguinte, funcionalmente incompatíveis com a sociedade limitada. A título de exemplo, poder-se-ia citar toda a matéria atinente a valores mobiliários, tais como ações, debêntures e bônus de subscrição, os quais, pela sua natureza de títulos de mercado, não se coadunam com os fins e propósitos da sociedade limitada. Assim, nem mesmo o contrato social poderia adotá-los” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário* cit., p. 123).

⁴⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195) cit., p. 45.

⁴⁷⁰ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas cit., p. 415.

⁴⁷¹ “[...] como é de entendimento unânime, a emissão de debêntures, própria da sociedade anônima e da em comandita por ações (Lei n. 6.404, de 1976, arts. 52 e seguintes e 280), não se coadunava e nem se coaduna tanto com a estrutura e a natureza da antiga sociedade por quotas, como da nova sociedade limitada do

Em que pese tais posições doutrinárias acerca da impossibilidade das sociedades limitadas emitirem debêntures, as conclusões deste trabalho divergem desse entendimento. Isso porque, a rigor, não existe previsão legal expressa sobre o tema, e o próprio direito brasileiro fornece estruturas que viabilizariam tal emissão. De início, neste tópico, de modo a refutar tais opiniões, revela-se fundamental analisar o contexto atual das sociedades limitadas, diante das companhias fechadas, para assim justificar a necessidade econômica para emissão das debêntures pelas sociedades limitadas, de tal modo que, mais adiante, no presente capítulo, essa conclusão será demonstrada por outros aspectos e elementos objetivos.

A sociedade limitada, como já anotado, é o tipo societário mais utilizado em nossa prática empresarial devido às suas características de limitação de responsabilidade e de possibilidade de criação de estruturas, na maioria das vezes, menos custosas e burocráticas, o que faz esse tipo de sociedade se adequar tanto a empreendimentos de menor, como também de médio e grande porte. Diante desses aspectos, várias iniciativas empresariais incipientes, principalmente aquelas com poucos recursos financeiros, como nas empresas de menor porte, e as voltadas para o desenvolvimento tecnológico como as *startups*,⁴⁷²⁻⁴⁷³ tipo de empresa em voga atualmente, adotam esse tipo societário para desenvolver sua atividade empresarial.⁴⁷⁴

Desse modo, como a maioria das sociedades de nosso país que se utilizam desse modelo societário estariam, em regra, impossibilitadas de usar esse instrumento de autofinanciamento e sem um acesso maior ao mercado de capitais por não serem companhias, e por ser o mercado de crédito caro e burocrático, na prática se mostra importante e fundamental defender a possibilidade de emissão de valores mobiliários, como as debêntures, como alternativa útil e viável de financiamento para as sociedades limitadas. Também se faz indispensável para as companhias fechadas, que muitas vezes as limitadas de grande porte se

Código Civil, e, mesmo em países que autorizam (Portugal, Suíça), a doutrina não é unívoca em sua aceitação. A sociedade limitada (tal como ocorria com a sociedade por quotas), à qual se veda subscrição pública de suas quotas, não deve, por iguais motivos, valer-se do mercado de capitais em busca de recursos, os quais, ao contrário e como é de praxe no tráfico, são geralmente conferidos pelos próprios sócios” (LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas* cit., p. 308).

⁴⁷² De acordo com Erik Frederico Oioli, o termo *startup* ganhou notoriedade no final da década de 1990, com as chamadas empresas “.com” presentes no Vale do Silício nos Estados Unidos, e anota que mesmo no exterior, o emprego do conceito não é unívoco e usualmente desprovido de qualquer rigor técnico ou científico. (OIOLI, Erik Frederico. Por que um “direito para startups”? *In*: OIOLI, Erik Frederico (Coord.). *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 11).

⁴⁷³ O art. 4º da Lei Complementar 182, de 1 de junho de 2021, trouxe o conceito de *startup* para o direito pátrio: Lei Complementar 182/2021, art. 4º: “São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados”.

⁴⁷⁴ VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. *As sociedades limitadas e o mercado de capitais* cit., p. 628.

equiparam e que são, muitas delas, constituídas por empresas familiares e pequenas, um maior acesso a essa forma de financiamento.

Apesar dessa necessidade premente, as sociedades limitadas estão submetidas a um regime de restrição de acesso ao mercado de capitais e a instrumentos de financiamentos como as debêntures. Marcelo Godke Veiga e Erik Frederico Oioli, em artigo sobre a relação das sociedades limitadas com o mercado de capitais, assim anotam:

Boa parte do problema surge da visão distorcida e anacrônica que prevalece, no Brasil, acerca das limitadas. São, basicamente, vistas como entes de segunda classe, que não merecem se financiar no mercado de capitais e que, portanto, estão fadadas, na grande maioria, à mediocridade. [...] A sociedade limitada, mesmo com estrutura mais simples que a anônima, é merecedora de acesso ao mercado de capitais. Este, por sua vez, nada mais é do que um local onde o dinheiro troca de mãos, indo dos entes superavitários (os investidores) para os entes deficitários (os investidos).⁴⁷⁵

Diante dessa opinião, observa-se que a impossibilidade de acesso mais amplo ao mercado de capitais, e assim, a possibilidade do uso de meios de capitalização como as debêntures, pelas sociedades limitadas, seria decorrente de uma visão distorcida e anacrônica que prevalece em nossa doutrina e em normas de nosso ordenamento jurídico. Essa concepção restritiva não deveria prevalecer, pois, tem origem na percepção errônea de que as sociedades limitadas seriam voltadas apenas para empreendimentos de pequeno e médio porte e não possuiriam, assim, estruturas que suportassem a quantidade de informações exigidas pelo mercado de capitais e de relacionamento com os investidores das debêntures.

A possibilidade do uso da regência supletiva das normas das companhias ocorre desde o Decreto 3.708/1919. Desse modo, apesar de parte da doutrina entender que a emissão de valores mobiliários como as debêntures são incompatíveis com esse tipo societário, entendemos que é plenamente possível a emissão desses títulos pelas sociedades limitadas, mediante ofertas privadas e também públicas com esforços restritos, desde que essas sociedades sejam regidas, preferencialmente, de forma supletiva pelas normas das companhias e apresentem estruturas que atendam às exigências de informações dos investidores do título.

Por ser sociedade limitada a espécie de sociedade mercantil mais utilizada no país, impossibilitar o acesso das empresas que se utilizam desse tipo societários às debêntures,

⁴⁷⁵ VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As sociedades limitadas e o mercado de capitais cit., p. 628.

termina por restringir meios e alternativas de capitalização, prejudicando, ao final, tanto esses empreendimentos, como o próprio mercado de capitais, que não pode ampliar o seu alcance além das sociedades por ações. Também se justificaria a necessidade de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas devido à possibilidade destas serem, a partir de agora, constituídas na forma unipessoal, modalidade introduzida pela Lei 13.874/2019, que instituiu a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e que modificou Código Civil, permitindo essa modalidade unipessoal (Código Civil, art. 1.052, § 1º).⁴⁷⁶ Isto propiciaria, também, aos empreendedores individuais, que representam a maioria dos empresários, ter acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua capitalização via emissão de debêntures.

Segundo dados da ANBIMA, entre março de 2020 até o mesmo mês de 2021, a rentabilidade média das debêntures voltou a aumentar mesmo com os *spreads*, que medem o risco desses papéis, tendo redução, acumulando um retorno do índice de debêntures de 10,7%.⁴⁷⁷ Diante disso, o possível interesse dos investidores por esse título amplia a possibilidade de investimentos nas companhias, o que poderia ser aproveitado tanto pelas sociedades anônimas fechadas, por meio de melhorias no acesso a esse tipo de investimento, como também pelas próprias limitadas, desde que venham adotar estruturas e medidas que possibilitem a emissão privada ou pública com esforços restritos de debêntures.

Não seria mais justo e sensato, portanto, deixar o tipo societário mais utilizado em nosso ordenamento não se valer dessa forma de financiamento empresarial. Isto traz, como visto, prejuízos tanto para o desenvolvimento do mercado de capitais como para a economia de nosso país como um todo.

4.2 Possibilidade técnica para a emissão de debêntures por sociedade limitada

Passaremos então, adiante, para a análise dos aspectos técnicos que viabilizariam a emissão de debêntures, tanto privada, como por meio de ofertas públicas com esforços restritos, pelas sociedades limitadas, bem como as razões e fundamentos atuais que concorrem para o seu indeferimento.

⁴⁷⁶ Lei 10.406/2002, art. 1.052: “[...] § 1º A sociedade limitada pode ser constituída por 1 (uma) ou mais pessoas”.

⁴⁷⁷ LOPES, Marco Antônio. Anbima: rentabilidade das debêntures sobe e percepção de risco cai. Disponível em: <https://www.euqueroinvestir.com/anbima-rentabilidade-das-debentures-sobe-e-percepcao-de-risco-cai/>. Acesso em: 16 maio 2021.

4.2.1 Requisitos para autorização de emissão de debêntures pela CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, a partir das atribuições que a Lei 6.385/1976 lhe conferiu, possui autonomia para expedir normas e para a execução dos registros de emissões públicas de valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 21, parágrafo sexto).⁴⁷⁸ Para Nelson Eizirik, a atuação desta entidade como fiscalizadora do mercado de capitais tem como foco a promoção do processo de divulgação de informações no modelo “*disclosure*”. Sendo assim, não seria de competência do Estado o poder de aprovar ou rejeitar o registro de uma emissão pública de ações ou debêntures por razões de conveniência, oportunidade ou mérito econômico.⁴⁷⁹

Através de suas instruções normativas, a CVM regulamenta o processo de emissão pública de valores mobiliários e disciplina os requisitos para autorização de emissão pública de debêntures. Nas ofertas privadas, do qual defendemos que as sociedades limitadas podem se valer para a emissão de debêntures, a CVM apenas dará anuência para a emissão de valores mobiliários de dívida, como as debêntures, nos casos em que as companhias emissoras forem controladas, direta ou indiretamente por Estados, Municípios ou Distrito Federal. Essa disposição está de acordo com o artigo primeiro da Resolução 2.391/1997, do Conselho Monetário Nacional,⁴⁸⁰ que exige a anuência da autarquia para a emissão privada por companhias que possuem esses controladores.

⁴⁷⁸ Lei 6.385/1976, art. 21: “A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I – o registro para negociação na bolsa; II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. [...] § 6º – Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: I – casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; II – informações e documentos que devam ser apresentados pela companhia para a obtenção do registro, e seu procedimento. III – casos em que os valores mobiliários poderão ser negociados simultaneamente nos mercados de bolsa e de balcão, organizado ou não”.

⁴⁷⁹ “No Direito Comparado, assim como em nosso sistema legal, a atuação da entidade fiscalizadora do mercado de capitais concentra-se na promoção do processo de *disclosure*; assim, não se comete ao Estado o poder de aprovar ou recusar o registro de uma emissão pública de ações ou debêntures por razões de conveniência, oportunidade ou mérito do empreendimento econômico. O princípio básico da política de *disclosure* é de que o exame do mérito do empreendimento cabe unicamente aos investidores; uma vez convenientemente informados, podem decidir conscientemente se sejam ou não adquirir os valores mobiliários publicamente ofertados pela companhia” (EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 395).

⁴⁸⁰ Resolução CMN 2.391/97, art. 1º: “A emissão privada de valores mobiliários representativos de dívida realizada por sociedades controladas direta ou indiretamente por estados, municípios e pelo Distrito Federal depende de prévia anuência da Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. A sociedade emissora deverá informar à Comissão de Valores Mobiliários as condições de emissão dos valores mobiliários, a qual deverá se manifestar no prazo de 30 (trinta) dias” (BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n. 2.391. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45604/Res_2391_v1_O.pdf. Acesso em: 17 maio 2021).

Nas sociedades anônimas privadas, que não são controladas por nenhum ente estatal e pretendam realizar uma oferta privada de valores mobiliários como as debêntures, não existe a necessidade de se preencher nenhum requisito da CVM, ficando essas sociedades sujeitas apenas às disposições da Lei das S.A., como principal regramento do instituto. Isso decorre devido à emissão privada de debêntures ser um negócio regido pela autonomia privada e destinada apenas à investidores qualificados e que mantenham relação considerada “estreita e habitual” com o ofertante, conforme se infere do § 1º do art. 3º da ICVM 400/2003,⁴⁸¹ como assim considera Nelson Eizirik:⁴⁸²

[...] constitui uma oferta privada, conforme se infere do disposto no §1º do art. 3º da Instrução CVM n. 400/2003, aquela destinada apenas a investidores qualificados que mantenham relação “estreita e habitual”, seja de natureza comercial, creditícia ou societária, com o ofertante. Isto porque, nesta hipótese, o universo de destinatários da oferta pode ser previamente determinado, ainda que o número de potenciais investidores seja muito superior a 50 (cinquenta).⁴⁸³

Em relação às ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, regulamentada pela ICVM 476/2009, existem como requisitos, como já visto, a necessidade da oferta ser destinada unicamente a investidores profissionais (ICVM 476/2009, art. 2º),⁴⁸⁴ e ter como objeto apenas os títulos descritos no art. 1º, § 1º, dessa instrução. Esse tipo de oferta não está sujeito às regras de registro previstas na ICVM 400/2003. Desse modo, fica dispensado o registro como requisito para esse tipo de emissão (Lei 6.385/1976, art. 19).⁴⁸⁵

4.2.2 Razões para o indeferimento do registro de emissão de debêntures

Nas emissões privadas de debêntures, conforme já discutido, por não pertencer ao âmbito da CVM, a regulamentação deste tipo de oferta nas companhias não controladas por entes estatais, não cabe a esta autarquia indeferir o pedido do registro. Não obstante, o próprio regime jurídico das debêntures, presente na Lei das S.A., determina em seu art. 62 que

⁴⁸¹ ICVM 400/2003, art. 3º: “[...] § 1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”.

⁴⁸² EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico cit.*, p. 225.

⁴⁸³ *Ibidem*, p. 229.

⁴⁸⁴ ICVM 476/2009, art. 2º: “As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

⁴⁸⁵ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico cit.*, p. 225.

nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os requisitos de: (i) arquivamento na junta comercial, e publicação da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão; e (ii) inscrição da escritura de emissão na junta comercial.

Cabe então a cada uma das 27 juntas comerciais das unidades federativas da União deferir ou não a inscrição de uma emissão privada de debêntures. Tratando-se de uma emissão desse tipo por sociedade limitada, as juntas de São Paulo e Rio de Janeiro, principais estados de nosso país em termos econômicos, já se posicionaram contra esta possibilidade, quando negaram o arquivamento das escrituras de emissões por sociedades limitadas.⁴⁸⁶

Esse indeferimento das juntas comerciais teve como argumento principal, como já demonstrado, a interpretação do art. 52 da Lei das S.A, segundo o qual, na sua exegese literal, somente as companhias podem emitir debêntures. Outro argumento também apresentado pelas juntas seria a inexistência de regulamentação da CVM sobre esta matéria, o que tornaria, consequentemente, a sociedade limitada ilegítima para a emissão.⁴⁸⁷

4.2.3 *Autonomia privada e direito de acesso ao mercado de valores mobiliários*

A disciplina da atividade econômica pertinente às relações entre os particulares é, segundo Fábio Ulhoa Coelho, pautada no reconhecimento da possibilidade desses compatibilizarem seus interesses em um cenário jurídico de condições equilibradas.⁴⁸⁸ Diante desse aspecto, a autonomia privada se apresenta como fator determinante nas relações entre as pessoas, empresas e o mercado.

O princípio da autonomia privada, de acordo com Francisco Amaral, pode ser conceituado como “o poder que os particulares têm de regular, pelo exercício de sua própria vontade, as relações de que participam, designando-lhes a respectiva disciplina jurídica” e constitui-se em um dos preceitos fundamentais em torno do que se organiza o sistema de direito privado contemporâneo.⁴⁸⁹

⁴⁸⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 169-170.

⁴⁸⁷ *Ibidem*, p. 171.

⁴⁸⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 1, p. 26.

⁴⁸⁹ AMARAL, Francisco. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: perspectivas estrutural e funcional. *Revista de Informação Legislativa*, v. 26, n. 102, p. 213-214, abr./jun. 1989. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/181930>. Acesso em: 22 maio 2021.

A autonomia privada constitui-se, portanto, no âmbito do direito privado, em uma esfera de atuação jurídica do sujeito, mais propriamente um espaço de atuação que lhe é concedido pelo direito imperativo, o ordenamento estatal, que permite, assim, aos particulares, a auto-regulamentação de sua atividade jurídica. Os particulares tornam-se, desse modo e nessas condições, legisladores sobre sua matéria jurídica, criando normas jurídicas vinculadas, de eficácia reconhecida pelo Estado. Tratando-se de relações jurídicas de direito privado, os particulares são os que melhor conhecem seus interesses e valores e, por isso mesmo, seus melhores defensores.⁴⁹⁰

Em sentido semelhante, esse é o entendimento de Rodrigo Tellechea que considera que, a partir da autonomia privada, os particulares tornam-se árbitros dos seus próprios interesses:

Se conectarmos o termo *autonomia* à noção jurídica de indivíduo como sujeito de direito e associarmos o produto dessa combinação ao adjetivo *privado*, indicando um relacionamento de natureza particular, chegaremos ao seguinte resultado: autonomia privada é poder outorgado aos indivíduos de, em uma determinada relação privada, reger, como bem lhes aprouver – desde que respeitado os limites legais – suas próprias condutas, tornando-se, nesse processo de mútua barganha, árbitros dos seus próprios interesses.⁴⁹¹

Nesse sentido, a autonomia privada seria então o princípio que permitiria aos particulares estabelecer as condições e regras que deve conduzir seus negócios particulares, sendo limitada, apenas, pela imposição de normas de ordem pública, o que está diretamente relacionada à matéria de direito público. Dessarte, os civilistas Pablo Stolze e Rodolfo Pamplona anotam que “a limitação da manifestação de vontade dos contratantes, imposta por normas de ordem pública (dirigismo contratual), tornou-se necessária, para que a liberdade volitiva, sem contenção, não se convertesse em abuso”.⁴⁹²⁻⁴⁹³

Para Joelma Ticianelli, o princípio da autonomia privada deve sofrer os seguintes condicionamentos: (i) da lei, onde a manifestação maior do poder estatal interfere no âmbito da autonomia privada sem aniquilá-la, para salvaguardar o bem geral; (ii) da moral, onde se

⁴⁹⁰ AMARAL, Francisco. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: perspectivas estrutural e funcional cit., p. 213.

⁴⁹¹ TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário* cit., p. 117.

⁴⁹² GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *Novo curso de direito civil: contratos*. 3. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. v. 4, p. 68.

⁴⁹³ Para Paula Forgioni: “O desprestígio que atingiu a autonomia privada e a liberdade de contratar em outros ramos não se fez sentir de maneira tão aguda no direito mercantil, embora poucos se tenham dado conta disso. Para comprovar essa assertiva, basta deitar os olhos na moderna jurisprudência comercial brasileira, que reafirma intensamente esses princípios no mundo empresarial” (FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 154).

trata de uma limitação de ordem subjetiva, com forte carga ético-valorativa; e (iii) de ordem pública, onde esse conceito mais se relaciona com a estabilidade ou segurança jurídica e atua na ausência de normas imperativas, impondo a observância de princípios superiores ligados ao direito, à política e à economia.⁴⁹⁴

Também diretamente conectada à ideia de autonomia da vontade⁴⁹⁵⁻⁴⁹⁶ como poder jurídico, encontramos a teoria do negócio jurídico do qual se concretiza a realização da autonomia privada como vontade criadora de normas jurídicas.⁴⁹⁷ É diante dessa concepção de autonomia privada que a emissão privada de debêntures se concretiza como negócio jurídico entre os particulares, isto é, entre a sociedade emissora e as pessoas dispostas a adquirir o título, em uma relação direta de confiança diante do mercado.

A partir da aplicação e prevalência do princípio da autonomia privada, não deveriam existir óbices para a emissão privada de debêntures por sociedades limitadas, pois se trataria de negócio jurídico entre particulares, regido por este princípio. A única exceção para tal tipo de negócio seria a existência de vedação legal, por norma de ordem pública. Todavia, no direito posto, essa vedação, de modo expresse, não está presente em nenhuma regra positiva.⁴⁹⁸

⁴⁹⁴ TICIANELLI, Joelma. Limites objetivos e subjetivos do negócio jurídico na Constituição Federal de 1988. In: LOTUFO, Renan (Coord.). *Direito civil constitucional* – Caderno 1. São Paulo: Max Limonad, 1999. p. 41. Apud GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *Novo curso de direito civil: contratos cit.*, p. 68.

⁴⁹⁵ Apesar de possuírem conceitos semelhantes as autonomias da vontade e privada são distintas. Na lição de Érico de Pina Cabral: “[...] numa visão simplista dos institutos, pode-se resumir a diferença afirmando que a autonomia da vontade relaciona-se com a liberdade de autodeterminação (manifestação da vontade livre) e a autonomia privada ao poder de autorregulamentação (normas estabelecidas no interesse próprio)” (CABRAL, Erico de Pina. A “autonomia” no direito privado. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 19, p. 111, jul./set. 2004).

⁴⁹⁶ De acordo com Rodrigo Tellechea a expressão “autonomia privada” exprimiria uma visão moderna do conceito conectada ao poder da vontade das partes se autorregular com o Direito de modo objetivo, externo, concreto e real. Já a locução “autonomia da vontade” expressaria uma construção ideológica data do final do século XIX, onde a vontade representava um sentido subjetivo, interno e psicológico como emanção de um poder jurídico do indivíduo praticamente ilimitado. (TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário cit.*, p. 123).

⁴⁹⁷ “Diretamente conectada à concepção da autonomia da vontade como poder jurídico está a teoria normativa do negócio jurídico, pela qual este, como instrumento de realização da autonomia privada, é declaração de vontade criadora de normas jurídicas” (AMARAL, Francisco. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: perspectivas estrutural e funcional cit., p. 213).

⁴⁹⁸ Segundo Carlos Maximiliano: “A distinção entre prescrições de *ordem pública* e de *ordem privada* consiste no seguinte: entre as primeiras o interesse da sociedade coletivamente considerada sobreleva a tudo, a tutela do mesmo constitui o *fim principal* do preceito obrigatório; é evidente que apenas de modo indireto a norma aproveita aos cidadãos isolados, porque se inspira antes no bem da comunidade do que no do indivíduo; e quando o preceito é de ordem privada sucede o contrário: só indiretamente serve o interesse público, à sociedade considerada em seu conjunto; a proteção do direito do indivíduo constitui objeto primordial. [...] Consideram-se de ordem pública as disposições sobre a organização da família: por exemplo, as que dizem

Para José Romeu Garcia do Amaral, em razão dos princípios da autonomia privada e da livre iniciativa,⁴⁹⁹ a própria ausência de vedação legal seria o suficiente para se admitir a criação e emissão de debêntures por sociedades limitadas regidas supletivamente pelas normas da lei acionária. Não se demonstra válido e correto a posição das juntas comerciais no sentido de indeferir o registro e arquivamento das escrituras de emissão de debêntures pelas sociedades limitadas, pois a sua atividade pública decorre do princípio da legalidade,⁵⁰⁰⁻⁵⁰¹ e deve ater-se à sua função principal, de somente atuar nos limites estritos da lei, não lhe cabendo servir como intérprete da norma a partir de considerações subjetivistas.⁵⁰²

Segundo José Romeu Garcia do Amaral: “Inverteu-se a lógica entre público e privado, nas decisões das juntas comerciais, esquecendo-se que o ato societário está fundado na autonomia privada, tendo em vista emanar do ramo do direito afeito às relações entre particulares”.⁵⁰³ Diante disso, a prevalência do princípio da autonomia privada constitui-se no fator determinante e que justifica a emissão privada de debêntures por sociedade limitada.

A atribuição das juntas comerciais deve ser restrita ao papel ou função de somente agir naquilo que esteja expressamente autorizado ou não vetado por lei, não cabendo, por

respeito ao exercício do pátrio poder, aos direitos e deveres dos cônjuges, assim como as que proíbem a poligamia, ou o casamento entre parentes até certo grau. Incluem-se na mesma categoria as normas que estabelecem condições e formalidades *essenciais* para certos atos, ou para se organizarem e funcionarem sociedades, civis ou comerciais; as que restringem a faculdade de instituir herdeiros ou deixar legados; bem como como certas prescrições relativas à organização da propriedade, determinadoras dos direitos reais sobre as coisas e do modo de adquiri-las” (MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 197-198).

⁴⁹⁹ Analisamos a livre-iniciativa no subcapítulo 2.1.2, *supra*, onde foi apresentado que seu papel principal seria o de garantir aos agentes econômicos o acesso ao mercado e possam nele permanecer, assegurando a possibilidade de contratação.

⁵⁰⁰ Para Maria Sylvia Zanella Di Pietro o princípio da legalidade: “[...] juntamente com o de controle da Administração pelo Poder Judiciário, nasceu com o Estado de Direito e constitui uma das principais garantias de respeito aos direitos individuais. Isto porque a lei, ao mesmo tempo em que os define, estabelece também os limites da atuação administrativa que tenha por objeto a restrição ao exercício de tais direitos em benefício da coletividade. É aqui que melhor se enquadra aquela ideia de que, na relação administrativa, a vontade da Administração Pública é a que decorre da lei. Segundo o princípio da legalidade, a Administração Pública só pode fazer o que a lei permite. No âmbito das relações entre particulares, o princípio aplicável é o da autonomia da vontade, que lhes permite fazer tudo o que a lei não proíbe” (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 26. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 64-65).

⁵⁰¹ “O tradicional princípio da legalidade, previsto no art. 5º, II, da Constituição Federal [...], aplica-se normalmente na Administração Pública, porém de forma mais rigorosa e especial, pois o administrador público somente poderá fazer o que estiver expressamente autorizado em lei e nas demais espécies normativas, inexistindo, pois, incidência de sua vontade subjetiva, pois na Administração Pública só é permitido fazer o que a lei autoriza, diferentemente na esfera particular, onde será permitida a realização de tudo que a lei não proíba. Esse princípio coaduna-se com a própria função administrativa, de *executor* do direito, que atua sem finalidade própria, mas sim em respeito à finalidade imposta pela lei, e com a necessidade de preservar-se a ordem jurídica” (MORAES, Alexandre de. *Direito constitucional*. 28. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 342).

⁵⁰² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 171-172.

⁵⁰³ *Ibidem*, p. 172.

consequência, ao órgão de registro, contestar ou dificultar o acesso das sociedades limitadas a formas de financiamento como as debêntures e ao mercado de capitais.

4.3 Argumentos da jurisprudência administrativa contrária à emissão de debêntures por sociedade limitada

Analisaremos, adiante, os argumentos da jurisprudência administrativa contrários à emissão de debentures por sociedades limitadas. Serão examinados tanto as decisões das Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro, que se pronunciaram contra o arquivamento de emissões de debêntures por sociedades limitadas, bem como a jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários sobre essa matéria específica.

4.3.1 Decisões das Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro

A Junta Comercial de São Paulo, em decisão transcrita na ata da sessão plenária de número 47, do ano de 2012, rejeitou o arquivamento da escritura de emissão de debêntures lavrada por sociedade limitada.⁵⁰⁴ Nesta decisão, o parecer da Procuradoria da JUCESP, afirmou que, embora houvesse divergência de interpretação pela doutrina empresarial, somente existiria previsão de emissão de debêntures por sociedades anônimas.⁵⁰⁵

No parecer emitido pela Procuradoria da JUCESP, vale transcrever a seguinte fundamentação:

[...] embora haja divergência na interpretação pela doutrina, somente há previsão no âmbito das Sociedades Anônimas, razão pela qual entende que deveria haver regulamentação da matéria pela CVM. O Vogal Ademar Fogaça Pereira questionou se o ato não seria válido entre as partes envolvidas. O D. Procurador destacou que, no âmbito do registro do comércio, entende que não é passível de arquivamento, diante da ausência de previsão legal. O Vogal Rogério Aleixo Pereira externou opinião acompanhando a D. procuradoria.⁵⁰⁶

Em sentido semelhante, a Junta Comercial do Rio de Janeiro (“JUCERJA”), por meio do parecer de sua procuradoria no Processo 07-2012/232000-0, negou o arquivamento da ata

⁵⁰⁴ Em razão de a ata não apresentar o número do “protocolado”, não encontramos o inteiro teor, assim não sabemos se tratava-se de uma emissão pública ou privada.

⁵⁰⁵ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 169-170.

⁵⁰⁶ JUCESP. Ata da Sessão Plenária da JUCESP n. 47/2012 (ordinária), de 26 de junho de 2012. p. 6. *Apud* AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 170.

da assembleia geral de cotistas que autorizou a emissão de debêntures pela sociedade limitada Lotus Azul Incorporação e Empreendimentos Imobiliários.⁵⁰⁷ A decisão da procuradoria se pautou na questão da ilegitimidade desse tipo societário em emitir debêntures a partir da interpretação, como já mencionado, do art. 52 da lei das companhias.

Além disso, o parecer trouxe a questão de que a natureza das debêntures seria a de título de crédito. Desse modo, a elas se aplicaria, inequivocamente, o princípio do rigorismo formal, do qual o título só vale como tal se forem cumpridos todos os requisitos obrigatórios para sua constituição, de acordo com art. 887 do Código Civil:

Observe-se ainda que as debêntures são valores mobiliários que possuem natureza de título de crédito (tanto que corporifica um mútuo), de forma que a elas inequivocamente se aplica o “princípio do formalismo”, segundo o qual o título só vale como tal se forem cumpridos todos os requisitos obrigatórios para sua constituição, tal como determina o art. 887 do Código Civil: “Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.” Desta forma, diversamente do que foi sustentado no pedido de reconsideração, não vigora nessa seara o princípio da liberdade, segundo o qual tudo que não estiver expressamente proibido encontrar-se-ia permitido. Os títulos de crédito, assim como os valores mobiliários em geral, possuem regras rígidas de criação e circulação (art. 887 do CC/02), que devem ser obrigatoriamente observadas, sob pena de transitar no mercado, com possibilidade de relevantes danos para um grupo imprevisível de pessoas, título que não possui o valor jurídico que lhe é supostamente atribuído.⁵⁰⁸

Também pode ser encontrado nessa decisão os posicionamentos de autores como José Edwaldo Tavares Borba e José Waldecy Lucena, tal como exposto no início deste capítulo, cuja opinião é restritiva, sobre a impossibilidade da emissão de debêntures por sociedades limitadas. A decisão é finalizada no sentido de não se admitir a emissão por esse tipo societário nem quando o contrato social vier a prever a regência supletiva pelas normas da Lei das S.A., pois a aplicação suplementar se aplicaria apenas nas omissões do contrato que fossem compatíveis com a natureza da sociedade limitada.⁵⁰⁹

⁵⁰⁷ JUCERJA. Parecer do processo n. 07-2012/232000-0, em pedido realizado pela sociedade limitada Lotus Azul Incorporação e Empreendimentos LTDA. (NIRE 3320927664-6). p. 1. Disponível em: <https://www.jucerja.rj.gov.br/Transparencia/Procuradoria?Length=13>. Acesso em: 26 maio 2021.

⁵⁰⁸ JUCERJA. Parecer do processo n. 07-2012/232000-0, em pedido realizado pela sociedade limitada Lotus Azul Incorporação e Empreendimentos LTDA. (NIRE 3320927664-6) cit., p. 2-3.

⁵⁰⁹ “Cumpra aduzir que nada importa a eventual previsão no contrato da sociedade limitada de que Lei 6404/76 seria aplicada supletivamente, uma vez que a aplicação supletiva incide nas omissões do contrato, e apenas naquilo em que compatível com a natureza da sociedade limitada, o que não ocorre no caso em tela” (Ibidem, p. 6).

4.3.2 Pareceres e decisões da Comissão de Valores Mobiliários

Como já anotado anteriormente, não compete à Comissão de Valores Mobiliários autorizar os casos de emissão privada de debêntures, exceto quando a companhia emissora for controlada por um ente de direito público.⁵¹⁰ Assim, por não caber a essa autarquia a autorização, em regra, de emissões privadas, não existe jurisprudência sobre a emissão privada de debêntures por sociedades limitadas.

4.4 Projetos de lei prevendo a emissão de debêntures por sociedade limitada

A possibilidade de financiamento de sociedades limitadas via emissão de debêntures já foi e continua sendo objeto de vários projetos de lei. Diante disso, abordaremos neste tópico alguns projetos que, adotando os mesmos fundamentos definidos neste trabalho, admitem e regulam essa possibilidade.

O primeiro projeto de lei que tratou sobre o tema na Câmara dos Deputados foi o 6.322/2013, de autoria do Deputado Carlos Bezerra (PMDB-MT). Nesse projeto, foi incluído um parágrafo único no art. 52 da Lei S.A., permitindo igual faculdade de emitir debêntures pelas sociedades limitadas, desde que observadas, no que couber, as disposições do capítulo sobre debêntures da lei acionária.⁵¹¹

Na justificção do projeto, o autor mencionou que a possibilidade de emissão desse tipo de valor mobiliário possibilitaria a esse grupo de pessoas jurídicas o acesso a recursos financeiros, sem a necessidade de intervenção de instituições bancárias, e que a própria CVM poderia regulamentar os detalhes da emissão nessas sociedades:

Do ponto de vista prático, a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas prevê a esse grupo de pessoas jurídicas de direito privado acesso a recursos financeiros sem a necessidade de intervenção de

⁵¹⁰ A CVM possui posição consolidada no sentido de que deve haver sua autorização nos casos de emissão privada de debêntures por companhia controladas por entes estatais. Nos processos CVM RJ 2010/18277 da Companhia Paulista de Securitização (“CPSEC”); CVM RJ-2011-9845 da Companhia Pernambucana de Saneamento (“COMPESA”) e CVM 2391/97 da Companhia de Saneamento de Minas Gerais (“COPASA”) podemos conferir essa posição consolidada da autarquia, de acordo com a resolução 2391/97 do Conselho Monetário Nacional que, como já anotado, instituiu essa necessidade de autorização pela CVM.

⁵¹¹ PL 6322/2013, art. 1º: “O art. 52 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar acrescido do seguinte parágrafo único: ‘Art. 52. [...] Parágrafo único. Semelhante faculdade é garantida à sociedade limitada, desde que observadas, no que couberem, as disposições deste Capítulo e a regulação aplicável.’ (NR)” (CÂMARA DOS DEPUTADOS. PL 6322/2013. p. 1. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>. Acesso em: 8 jun. 2021).

bancos, captando-os diretamente dos investidores interessados. É evidente que as normas jurídicas e regulamentares acerca da matéria impõem custos operacionais, que devem ser confrontados com aqueles cobrados pelo sistema financeiro para conceder empréstimos. Todavia, melhor ter uma opção com a qual comparar do que ficar restrito ao capital provido por bancos. Finalmente, vez que a Lei n. 6.385, de 1976, atribui a competência da regulação dos títulos e valores mobiliários à CVM, esta Comissão poderá deliberar sobre os detalhes das emissões por parte das sociedades limitadas, o que dará mais garantia de que essa ferramenta de captação de recursos será utilizada de modo adequado. A alteração legislativa ora proposta vem, portanto, ao encontro de uma estrutura empresarial moderna e globalizada, tanto clamada pelo País, como um todo e pelos empreendedores, em particular.⁵¹²

Esse projeto ainda não foi aprovado e a última ação legislativa indica que está parado na Comissão de Constituição, Cidadania e Justiça da Câmara dos Deputados.

O segundo projeto que trata sobre o tema é o projeto de novo Código Comercial do Senado Federal, do ano de 2013 (“PL 487/2013”), de autoria da Comissão Especial que teve como Coordenador Científico o Professor Fábio Ulhoa Coelho, mas assinado pelo Senador Renan Calheiros (PMDB-AL). O projeto do novo Código traz em seu artigo primeiro que essa legislação irá disciplinar, no âmbito de direito privado, toda a organização e exploração da empresa e matérias conexas como, em especial no âmbito do direito societário, contratual empresarial e o direito cambial.⁵¹³

No seu Capítulo IX, que trata das espécies de sociedades por quotas, na Seção I, que dispõe sobre as sociedades limitadas, o art. 309 e seu parágrafo único, autorizam a emissão privada debêntures por esse tipo de sociedade.⁵¹⁴

Atualmente, o projeto de novo Código Comercial encontra-se em tramitação no Senado Federal onde foi designado uma comissão temporária para sua reforma.

Outro projeto que trata sobre o tema é o Projeto de Lei 3.324/2020, de autoria do Senador Flávio Bolsonaro (Republicanos-RJ). Esse projeto de lei altera o vigente Código

⁵¹² Ibidem, p. 3.

⁵¹³ PLS 487/2013, art. 1º: Este código disciplina, no âmbito do direito privado, a organização e exploração da empresa e matérias conexas, incluindo o direito societário, o direito contratual empresarial, o direito cambial, o direito do agronegócio, o direito comercial marítimo e o direito processual empresarial (SENADO FEDERAL. PLS 487/2013. p. 1. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4713964&ts=1594021376770&disposition=inline>. Acesso em: 8 jun. 2021).

⁵¹⁴ PLS 487/2013, art. 309: “A sociedade limitada pode emitir debêntures, que conferirão aos titulares direito de crédito, nas condições da escritura de emissão e, se houver, do certificado. Parágrafo único. Será privada a emissão de debêntures pela sociedade limitada” (SENADO FEDERAL. PL 487/2013 cit., p. 119).

Civil, incluindo o artigo “1055-A”, que permite a emissão de debêntures por sociedades limitadas, segundo a mesma sistemática aplicável às sociedades anônimas:

Art. 2º A Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002, passa a vigorar com as seguintes alterações: “Art. 1.055-A. A sociedade limitada poderá emitir debêntures, que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. § 1º Aplicam-se às debêntures emitidas por sociedade limitada as disposições constantes nos arts. 52 a 74 da Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que forem compatíveis com o regime jurídico da sociedade emissora. § 2º As debêntures poderão ser convertidas ou permutadas em quotas da própria sociedade, não se aplicando ao aumento de capital derivado da conversão das debêntures o direito de preferência previsto no § 1º do art. 1.081. § 3º Os sócios terão direito de preferência para subscrever as debêntures conversíveis ou permutáveis em quotas da própria sociedade, respeitando-se a proporção de participação de cada sócio no capital social. § 4º A sociedade limitada que emitir debêntures deverá possuir os seguintes livros: I – de Registro de Debêntures Nominativas; e II – de Transferência de Debêntures Nominativas. § 5 A sociedade limitada que emitir debêntures deverá elaborar as demonstrações financeiras em conformidade com as normas aplicáveis às companhias fechadas. § 6 A oferta pública de debêntures por sociedade limitada será regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários. § 7º A inscrição da escritura de emissão e o registro dos livros, previstos no § 4º do art. 1.055-A, nas Juntas Comerciais, serão regulamentados pelo Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração da Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia.”⁵¹⁵

Como visto, esse último projeto regula além da possibilidade de emissão privada, a autorização para que a limitada possa emitir debêntures por meio de uma oferta pública. Ademais, o mesmo projeto prevê que as sociedades cooperativas também possam emitir debêntures, do mesmo modo que as companhias,⁵¹⁶ o que corrobora que não só esse tipo societário, como outros também de fins econômicos, deveriam ser autorizados a emitir valores

⁵¹⁵ SENADO FEDERAL. PLS 3324/2020. p. 2-3. Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8121372&ts=1596224075820&disposition=inline>. Acesso em: 9 jun. 2021.

⁵¹⁶ PLS 3324/2020, art. 2º: “[...] Art. 1.093-A. A sociedade cooperativa poderá emitir debêntures, que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. § 1º Aplicam-se às debêntures emitidas por sociedade cooperativa as disposições constantes nos arts.52 a 74 da Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que forem compatíveis com o regime jurídico da sociedade emissora. § 2 A sociedade cooperativa que emitir debêntures deverá possuir os seguintes livros: I – de Registro de Debêntures Nominativas; e II – de Transferência de Debêntures Nominativas. § 3º A sociedade cooperativa que emitir debêntures deverá elaborar as demonstrações financeiras em conformidade com as normas aplicáveis às companhias fechadas. § 4 A oferta pública de debêntures por sociedade cooperativa será regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários. § 5 A inscrição da escritura de emissão e o registro dos livros, previstos no § 2º do art. 1.093-A, nas Juntas Comerciais, serão regulamentados pelo Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração da Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério da Economia” (Ibidem, p. 3-4).

mobiliários de dívida como forma de se financiamento direto perante investidores do mercado.

Na justificação formulada, o autor anotou que a proposição apresentada seria:

[...] em virtude da necessidade de ampliar os instrumentos de captação de recursos disponíveis para as sociedades limitadas e cooperativas, ainda mais em tempos de crise decorrentes da pandemia do covid-19, tem por objetivo autorizar a emissão de debêntures por tais tipos societários. As empresas brasileiras de menor porte, em boa parte sociedades limitadas, possuem grande dificuldade em obter empréstimos bancários. [...] Ademais, diante das dificuldades que as pequenas e médias empresas vem sofrendo para a obtenção de recursos necessários para enfrentamento dos efeitos da pandemia, o uso das debêntures pode servir de instrumento de ampliação da oferta de crédito no mercado. Note-se que a utilização de valores mobiliários para a captação de recursos por sociedade limitada não é novidade, vez que já existe a possibilidade de emissão de notas comerciais por esse tipo societário. Essa espécie de valor mobiliário, todavia, é de curto prazo e não atende a necessidade de recursos em maior escala. Este projeto de lei contou com a colaboração dos ilustres professores de Direito Empresarial, de diversos Estados da Federação, José Romeu Garcia do Amaral (SP), João Pedro Barroso do Nascimento (RJ), Unie Caminha (CE), Henrique Barbosa (MG), Marcelo Godke Veiga (SP), Erik Frederico Oioli (SP), Luis Felipe Spinelli (RS), João Pedro Scalzilli (RS) e Rodrigo Tellechea (RS). Pela urgência e importância das alterações ora propostas, para ampliação dos instrumentos de financiamento das sociedades limitadas e cooperativas e fomento da economia nacional, solicitamos às vossas respeitáveis excelências a aprovação deste projeto de lei.⁵¹⁷

O projeto 3.324/2020 continua em tramitação e, de acordo com sua situação atual, encontra-se no plenário do Senado Federal.⁵¹⁸

4.5 Fundamentos doutrinários favoráveis à emissão de debêntures por sociedade limitada

A questão da emissão de debêntures por sociedades limitadas já era discutida desde a vigência do regime jurídico anterior desse tipo societário, ainda no século passado. De acordo com José Romeu Garcia do Amaral:

O debate não é novo e foi reavivado em razão da disciplina atual das limitadas no Código Civil. Alfred Russel retrata, desde 1.937, a existência de

⁵¹⁷ SENADO FEDERAL. PL 3324/2020 cit., p. 8-9.

⁵¹⁸ SENADO FEDERAL. PL 3324/2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/142510>. Acesso em: 9 jun. 2021.

opiniões favoráveis e contrárias, de grandes juristas, sobre a emissão de debêntures (àquele tempo também conhecidas como *obrigações ao portador*) por sociedades limitadas, em que pese ser contrário à ideia. Eram favoráveis e reconheciam o direito das sociedades limitadas emitirem obrigações, os seguintes juristas: Villemor Amaral, Inglez de Souza, Spencer Vampré e Alves da Silva. Villemor Amaral, em edição posterior à citada por Alfred Russel, escora sua argumentação em dispositivo do antigo Decreto n. 3.708, de 10 de janeiro de 1.919, que determinava a aplicação das disposições da lei das sociedades anônimas às sociedades limitadas – qualquer semelhança com o regime atual, neste caso, não é mera coincidência.⁵¹⁹

Atualmente, o debate sobre a questão da emissão de debêntures por sociedades limitadas continua em voga. Como já anotado no presente estudo, por ser esse tipo societário o mais utilizado em nosso ordenamento, a necessidade por outras formas de financiamento da empresa como as debêntures é premente, mas vem esbarrando no entendimento restritivo das juntas comerciais, corroborado em parte da doutrina.

Os argumentos principais desses órgãos, tal como visto nas decisões das Juntas Comerciais de São Paulo e Rio de Janeiro se baseiam na ideia de: (i) ilegitimidade da sociedade limitada em emitir tal valor mobiliário; (ii) as debêntures serem um título de crédito e por isso são regradas pelas normas desses títulos presentes no Código Civil; e (iii) não haver compatibilidade entre esse instituto, próprio das companhias, com a sociedade limitada que é uma sociedade com caráter contratual e *intuitu personae*.

De início, precisamos destacar que a própria Lei das S.A. em seu art. 52, que trata das debêntures, não é clara em afirmar que somente poderiam as companhias, na figura das sociedades anônimas e sociedades em comandita por ações, emitirem tais títulos. O próprio artigo dispõe que a “companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela”, e não afirma, em nenhum momento, os advérbios “apenas” ou “somente”, junto da palavra companhia ou ainda, que outros tipos societários estão vedados a emitir tais valores mobiliários.⁵²⁰

⁵¹⁹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 168-169.

⁵²⁰ Andre Grünspun Pitta, em artigo sobre a possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada anota que: “Não obstante as regras existentes na Lei das Sociedades por Ações a respeito da emissão de títulos estranhos ao capital social, como, por exemplo, partes beneficiárias, bônus de subscrição e debêntures sejam tradicionalmente apontas como integrantes do grupo de dispositivos eminentemente incompatíveis com o regime jurídico aplicável às sociedades limitadas, esta qualificação ainda carece de maior fundamentação e, ao nosso ver, poder ser refutada com relação às debêntures [...]” (PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 520).

Para Marcelo Godke Veiga e Eric Frederico Oioli:

[...] uma debênture é mera dívida de sociedade que a emite, assim, como aquela oriunda de contrato de mútuo celebrado com instituição financeira ou quaisquer outros credores. Nada mais. Portanto, se não há lei que proíba tal negócio jurídico, não há como se chegar a outra conclusão salvo aquela de que a sociedade limitada pode, sim, emitir tais títulos.⁵²¹

Em relação à ilegitimidade da sociedade limitada em emitir debêntures, ousamos discordar de tal posicionamento. Segundo Francisco Amaral, a legitimidade é a “aptidão para a prática de determinado ato, ou para o exercício de certo direito, resultante, não da qualidade da pessoa, mas de sua posição jurídica em face de outras pessoas”.⁵²²⁻⁵²³

Dessarte, as sociedades limitadas que possuem estruturas que viabilizem a emissão de debêntures, como, por exemplo, as que dispõem preferencialmente de regência supletiva de suas normas pelas Lei das S.A. e órgãos que atendam a necessidade de informações que os investidores do título debenturístico necessitam, deteriam, sim, legitimidade para emitir debêntures por meio de oferta privada.

Segundo José Romeu Garcia do Amaral:

[...] não se trata de falta de legitimação para a emissão de debêntures. Mesmo em se tratando de tipo negocial admitido em lei apenas às sociedades anônimas, José de Oliveira Ascensão defende a prevalência da “liberdade de criação de negócios atípicos, porque a isso se estende a autonomia privada”. Nessa linha, a emissão de debêntures por sociedades limitadas estaria inserida nessa atipicidade negocial que é admitida no âmbito da autonomia privada, sujeitando-se às regras do negócio típico – previsto na LSA –, se não houver estipulação em contrário pelos particulares. Ademais, havendo previsão de aplicação supletiva da LSA no contrato social da limitada, o

⁵²¹ VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. *As sociedades limitadas e o mercado de capitais cit.*, p. 652.

⁵²² AMARAL, Francisco. *Direito civil: parte geral*. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1, p. 51. *Apud* AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures cit.*, p. 172.

⁵²³ Para o jusfilósofo pernambucano João Maurício Adeodato, o conceito de legitimidade por ter estreita dependência com o próprio conceito de direito é problemático e envolve múltiplas considerações. Para o autor: “Dizer o que é legitimidade já implica situar-se nesta ou naquela posição e ‘resolver’ antecipadamente a questão que se quer esclarecer. Como tudo aquilo que é considerado do ponto de vista global, como o jusfilosófico, o tema da legitimidade é difícil de ser submetido a uma coação racional, seu caráter dinâmico frustra tentativas de conclusões definitivas e sua ‘verdade’ parece relacionar-se diretamente com a argumentação utilizada, em função de persuadir as demais pessoas e obter-lhes a adesão. O conceito de legitimidade muda com a história: cada época acrescenta algo a seu legado cultural e o transmite – modificado, acrescido ou deturpado, mas objetivado – às gerações subsequentes” (ADEODATO, João Maurício. *Ética e retórica: para uma teoria da dogmática jurídica*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 80).

negócio deve ser visto como típico e sujeitar-se às normas daquele diploma legal.⁵²⁴

Assim, como já anotado, por ser a emissão privada debêntures um negócio regido pelo direito privado, submetido aos princípios da liberdade e pela autonomia da vontade, não há que se falar em ilegitimidade da sociedade limitada, em especial, daquela regida supletivamente pela lei acionária, em emitir tais títulos, como assim consideram Marcelo Godke Veiga e Erik Frederico Oioli:

O negócio jurídico representado pela emissão de debêntures por sociedade limitada está claramente dentro do universo do direito privado, já que se trata de emissão de um título representativo de dívida da própria sociedade e que envolve tão somente a vontade das partes e prescinde qualquer autorização, permissão, concessão e assemelhados, estes sim que gravitam em torno do direito público e necessitam de lei específica para autorizá-los.⁵²⁵

A própria CVM, como visto no capítulo anterior, por meio da ICVM 566/2015, permite que tanto as sociedades limitadas como as cooperativas podem emitir de forma pública notas promissórias comerciais. Esses valores mobiliários nada mais são, como já anotado, do que títulos similares às debêntures, possuindo apenas, algumas diferenças, como, por exemplo, o prazo de vencimento do título. Diante disso, fica assim corroborada e justificada, plenamente, a legitimidade das sociedades limitadas emitirem debêntures, do mesmo modo como podem emitir Nota Comercial, como esclarece e considera a doutrina de José Romeu Garcia do Amaral:

Ora, se as sociedades limitadas podem emitir nota comercial, que é um valor mobiliário previsto no art. 2º, inciso VI, da Lei n. 6.385/76, não há como sustentar a tese de impossibilidade de emissão de debêntures por limitadas sob a alegação de que o rol dos valores mobiliários vincular-se-ia ao caráter institucional do emissor, restringindo o direito de criação e emissão apenas às entidades de natureza institucional. Trata-se de limitação a direito não prevista em lei e, portanto, em total afronta à disciplina constitucional.⁵²⁶

Em sentido semelhante é o entendimento de Andre Grünspun Pitta:

Seria contraditório aceitar que a sociedade limitada pode emitir e ofertar (com esforços restritos de colocação) notas comerciais, sem, contudo, poder fazê-lo com relação às debêntures, haja vista que quaisquer argumentos que

⁵²⁴ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 172.

⁵²⁵ VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. *As sociedades limitadas e o mercado de capitais* cit., p. 651.

⁵²⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 178.

poderiam ser utilizados para fundamentar a incompatibilidade de emissão e ofertas dessas últimas com o tipo societário da sociedade limitada seria necessariamente aplicáveis às primeiras, haja vista as semelhanças, do ponto de vista de sua natureza jurídica e função econômica, entre as duas espécies de títulos⁵²⁷

A autarquia reguladora do mercado de capitais também permite, no art. 33 da ICVM 480/2009, que as tanto as companhias como as sociedades limitadas podem emitir de forma pública, além das notas promissórias comerciais, cédulas de crédito bancário e, em seu parágrafo único, que os emissores de notas comerciais do agronegócio podem se organizar na forma de cooperativa agrícola.⁵²⁸ Dessarte, não cabe argumentar a respeito da ilegitimidade de uma sociedade limitada em emitir títulos como as debêntures, pois a própria CVM reconhece a legitimidade desse tipo societário para emitir valores mobiliários, como as notas comerciais, ofertadas diretamente ao mercado e aos investidores institucionais e não profissionais.

Em relação à negativa das juntas comerciais em arquivar a escritura de emissão privada de debêntures de sociedade limitada sob o argumento de que esses valores mobiliários possuiriam a natureza de título de crédito e, com isso, seriam regidos pelo princípio do rigorismo formal, a partir da interpretação do art. 887 do Código Civil, cabe concluir que essa justificativa não se sustenta diante dos fundamentos citados neste trabalho. Como já anotado no presente estudo, as debêntures são valores mobiliários, regulados de acordo com o art. 2º, inciso I, da Lei 6.385/1976, não se sujeitando, diretamente, às regras formais aplicáveis aos títulos de crédito do modo como regulado pelo Código Civil, como assim explica, didaticamente, José Romeu Garcia do Amaral:

[...] as debêntures são valores mobiliários, como já tivemos a oportunidade de analisar anteriormente. Portanto, não estariam sujeitas às regras do Código Civil aplicáveis aos títulos de crédito, até porque possuem disciplina jurídica própria fixada na LSA e na Lei n. 6.385/76. Além disso, mesmo se se considerar que elas possuem natureza de título de crédito, há que se distinguir o princípio do formalismo – ou da forma que se deve observar para a emissão do título – do sujeito que está autorizado a lançar mão daquele instrumento de financiamento das sociedades. A exigência legal da forma, ou o preenchimento dos requisitos da lei, será observada mediante o cumprimento dos requisitos para a criação e emissão de debêntures previsto

⁵²⁷ PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações cit., p. 528.

⁵²⁸ ICVM 480/2009, art. 33: Os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada. Parágrafo único. Além das formas societárias previstas no caput, emissores que emitam exclusivamente notas comerciais do agronegócio – NCA, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de cooperativa agrícola.

na LSA. Assim, estando presentes os requisitos formais da lei, não há que se falar de formalismo com relação ao tipo societário do emissor.⁵²⁹

Também é necessário destacar que a lei não exige determinada qualidade jurídica para a emissão de títulos de crédito, mas sim, determina como requisito de validade a capacidade jurídica do sujeito para contrair obrigações.⁵³⁰ Desse modo, deve-se afastar esse argumento estéril de que a emissão privada de debêntures não deve ocorrer por esse título ser considerado como título de crédito regido pelo princípio do rigorismo formal.

Novamente, os próprios princípios da liberdade e da autonomia privada por si só já afastariam esse argumento. As debêntures são valores mobiliários emitidos de acordo com lei e possuem regime próprio, constante da legislação das companhias. Não se pode afastar tal regime jurídico sobre o argumento que esses títulos possuem natureza diversa daquela atribuída aos valores mobiliários.

Sobre o posicionamento de que a emissão de valores mobiliários, como as debêntures, não se coadunaria com as sociedades limitadas, por ser esse instituto incompatível com os elementos aplicáveis às sociedades contratuais, esse entendimento também não guarda referibilidade dogmática com o direito posto. O presente estudo, em seu Capítulo Segundo, demonstrou que as sociedades limitadas possuem caráter híbrido.⁵³¹ Desse modo, uma sociedade limitada que está submetida à regência supletiva pelas normas da Lei das S.A., e dispõe de estruturas que viabilizem a emissão de debêntures, estaria apta, sim, a emitir esses títulos, tanto de forma privada, como mediante a possibilidade de ofertas públicas com esforços restritos.

A concepção de que o negócio jurídico das debêntures não seria compatível com a natureza da sociedade limitada está relacionada à ideia equivocada ou falsa concepção de incompatibilidade entre a emissão de valores mobiliários pelas sociedades contratuais. Esse erro decorre, de questão de política regulatória da CVM, e não de incompatibilidade

⁵²⁹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 173.

⁵³⁰ *Ibidem*, p. 173.

⁵³¹ Na lição de Andre Grünspun Pitta: “Esta qualificação decorre, principalmente, da coexistência entre a natureza contratual das sociedades limitadas e o regime de limitação de responsabilidade ao qual os seus sócios estão submetidos, que somados a uma relativa flexibilidade em sua estruturação orgânica e na determinação do regime de cessão de suas participações societárias, possibilitam que a sociedade limitada adote feições mais pessoais, típicas das sociedades *intuitu persone*, ou institucionais, à semelhança das sociedades *intuitu pecuniae*, a depender do conteúdo de seu ato constitutivo” (PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações cit., p. 516).

dogmática entre esse tipo societário e o mercado de valores mobiliários em geral.⁵³² Nesse sentido, a lição de Andre Grünspun Pitta:

[...] parece não ser coerente afirmar, *a priori* e em abstrato, que a emissão de valores mobiliários é funcionalmente incompatível com a natureza da sociedade limitada, uma vez que referida natureza permite a adoção de feições institucionais por este tipo societário, que são absolutamente congruentes com a captação pública de recursos. Neste sentido, qualquer vedação à emissão de valores mobiliários e de sua oferta ao público em geral por parte de sociedades limitadas decorreria, caso existente, de uma questão política regulatória, e não de uma incompatibilidade gênica entre este tipo societário e o mercado de valores mobiliários de modo geral.⁵³³

Esse autor complementa anotando que essa opção regulatória de não permitir a emissão de debêntures por sociedades constituídas sob determinado tipo societário pela CVM, é adotada “considerando eventuais riscos decorrentes do engajamento deste tipo de sociedade em operações dessa natureza, haja vista suas peculiaridades estruturais e as características dos investidores que potencialmente poderiam subscrever ou adquirir títulos de sua emissão”.⁵³⁴ Diante disso, não haveria em se arguir qualquer incompatibilidade entre o instituto da emissão de debêntures em sociedade limitada, sobretudo, àquela regida supletivamente pela Lei das S.A. e que possui estruturas econômicas e jurídicas para a emissão ocorrer.

Essas estruturas jurídicas, viabilizadas pelo parágrafo único do art. 1.053 do Código Civil, seriam implementadas para possibilitar a emissão de debêntures por sociedades limitadas, na medida em que equiparam as sociedades limitadas às sociedades anônimas. Desse modo, os investidores das debêntures teriam a segurança necessária na aquisição desse valor mobiliário emitido por uma sociedade limitada, pois encontrariam respaldo na garantia de que a sociedade emissora é uma empresa séria, solvente e com ativos suficientes para cumprir com seus compromissos, tanto operacionais, financeiros como em relação esses investidores.

Segundo Marcelo Godke Veiga e Erik Frederico Oioli:

[...] é importante salientar que, mesmo que não exista regime legal específico para a emissão de debêntures por sociedade limitada, o parágrafo único do art. 1.053 do Código Civil permite que o contrato social eleja a “regência supletiva” da sociedade limitada pelas normas aplicáveis à sociedade

⁵³² PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações cit., p. 526.

⁵³³ Ibidem, p. 526.

⁵³⁴ Ibidem, p. 527.

anônima. Supletivo, segundo o Aurélio Buarque de Holanda Ferreira, é aquilo “que supre ou se destina a suprir ou que serve de suplemento”. Suprir, segundo o mesmo autor, significa “[c]ompletar, inteirar, preencher [...]”. 2. Fazer as vezes de; substituir [...] 4. Preencher a falta de [...]. Assim, o que não é tratado, regulado, disposto ou previsto no Código Civil para as limitadas poderá ser pelas regras que tratam das sociedades por ações. Ou seja, na falta de regramento específico, e com eleição de regência supletiva da Lei n. 6.404/76, a emissão de debêntures por sociedade limitada não só será autorizada, mas também será regida por tal lei. Logo, chegou a hora de se revisitar interpretações equivocadas e absolutamente anacrônicas e que em nada ajudam. A sociedade limitada deve ser vista como o ente empresarial que é, indispensável para a economia pátria e sem qualquer misticismo. O mercado de capitais nada mais é que um dos foros onde o dinheiro muda de mãos, e emissão de debêntures por sociedade limitada nada mais é do que o instrumento para que isso se torne realidade.⁵³⁵

Dessarte, o entendimento restritivo das juntas comerciais, em indeferir o arquivamento das atas de assembleias que permitiram a emissão de debêntures, baseado em parte da doutrina empresarial, não deveria prevalecer. A ausência de vedação legal sobre a matéria, a compatibilidade entre as debêntures, como valores mobiliários de dívida, as sociedades limitadas regidas supletivamente pelas normas das companhias e os princípios da liberdade e da autonomia privada, autorizam e fundamentam a possibilidade e a viabilidade jurídica e econômica para as sociedades limitadas emitirem debêntures, no atual e vigente regime de direito positivo brasileiro.⁵³⁶

José Romeu Garcia do Amaral, em sua obra sobre o regime jurídico das debêntures, anota, a título sugestivo, que a emissão privada desse valor mobiliário por sociedades limitadas pode ocorrer diante dos seguintes requisitos: (i) contrato social contendo a regência supletiva da sociedade pelas normas das sociedades anônimas (Código Civil, art. 1053, parágrafo único); (ii) instituição de conselho fiscal (Código Civil, art. 1066); (iii) opção pelo regime de assembleia para as deliberações sociais (Código Civil, art. 1072); e (iv) publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras, adotando-se a publicação no Diário

⁵³⁵ VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. *As sociedades limitadas e o mercado de capitais cit.*, p. 653.

⁵³⁶ “A falta de autorização legal coexiste com a falta de vedação legal, o que, por si só, não justifica a vedação pelas Juntas Comerciais em negar as operações de sociedades limitadas que autorizam a emissão de debêntures. Os entes públicos, como as Juntas Comerciais, só podem agir dentro dos limites que a lei determina. Por sua vez, aos entes privados é facultado agir livremente, apenas sendo restringidos pelos limites que a lei impõe. Explicando de maneira mais simples: aos órgãos públicos tudo que não é permitido não pode ser feito, ao passo que aos entes privados tudo que não é proibido pode ser feito, desde que respeitados os princípios legais. Estes direitos básicos garantem que, se não há proibição expressa à utilização de debêntures por sociedades limitadas, não podem as Juntas Comerciais negar sua aplicação” (FLACH, Pedro; SILVA, Layon Lopes da. *Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas*. In: NYBO, Erik Fontenele; JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016. p. 152-153).

Oficial.⁵³⁷ Ademais, nos posicionamos também no sentido de que essas demonstrações financeiras sejam feitas opcionalmente pela internet devido ao custo de divulgação em Diário Oficial e a facilidade de divulgação nessa ferramenta para investidores.

Esse autor também complementa que as sociedades limitadas poderiam emitir debêntures mediante ofertas públicas com esforços restritos instituída pela ICVM 476/2009.⁵³⁸⁻⁵³⁹ Esse tipo de oferta, como visto e justificado anteriormente, surgiu com o intuito de facilitar o acesso ao mercado de capitais por parte das companhias fechadas, o que compreenderia, em nossa concepção, as sociedades limitadas regidas supletivamente pelas normas das companhias pela similaridade entre esses tipos de sociedade, como assim equipara, em termos de regime jurídico, a doutrina de Nelson Eizirik:

[...] Característica relevante na Instrução CVM n. 476/2009 consiste no fato de que não apenas sociedades anônimas, mas também *sociedades limitadas* e cooperativas podem utilizar-se da sistemática das ofertas públicas com esforços restritos para colocarem títulos de sua emissão no mercado, não se exigindo que o emissor obtenha o registro da companhia aberta perante a CVM.⁵⁴⁰ (grifo nosso)

Diante disso, para a emissão de debêntures por sociedade limitada mediante uma oferta pública com esforços restritos, deverão ser observados, segundo José Romeu Garcia do Amaral, os seguintes requisitos: (i) contrato social contendo a regência supletiva da sociedade pelas normas das sociedades anônimas (Código Civil, art. 1053, parágrafo único); (ii) instituição de conselho fiscal (Código Civil, art. 1066); (iii) opção pelo regime de assembleia para as deliberações sociais (Código Civil, art. 1072); (iv) publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras, adotando-se a publicação no Diário Oficial, bem como, na rede mundial de computadores; (v) procura de no máximo 50 (cinquenta) investidores

⁵³⁷ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 183-184.

⁵³⁸ “[...] não há porque recusar a emissão de debêntures pela sociedade empresária limitada, tanto por meio de oferta privada como através de oferta pública com esforços restritos, tendo em vista que: (i) inexistente vedação legal; (ii) admite-se a regência supletiva da LSA; (iii) reconhece-se a compatibilidade do tipo societário para a emissão de valores mobiliários (IN/CVM 422 e 480); e (iv) existe disciplina jurídica específica, contida na IN/CVM 476, para a oferta pública com esforços restritos” (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 187).

⁵³⁹ Segundo Nelson Eizirik: “[...] observa-se claramente que as ofertas restritas, na forma em que foram reguladas pela Instrução CVM n. 476/2009, possuem determinadas características que as aproximam das ofertas privadas, como o fato de serem realizadas sem a utilização de meios de comunicação de massa ou estabelecimentos abertos ao público em geral (elemento objetivo) e de serem destinadas exclusivamente a número limitado de investidores qualificados (elemento subjetivo). Em nosso entendimento, a CVM, ao editar a Instrução CVM n. 476/2009, incorreu em equívoco conceitual, na medida que as denominadas ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos são, não verdade, ofertas privadas” (EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de capitais: regime jurídico* cit., p. 227).

⁵⁴⁰ EIZIRIK, Nelson *et al. Mercado de capitais: regime jurídico* cit., p. 226.

qualificados e a subscrição das debêntures por, no mínimo 20 (vinte) investidores qualificados (ICVM 476/2009, arts. 2º e 3º); (vi) intermediação financeira da oferta por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (ICVM 476/2009, art. 2º); (vii) preparação das demonstrações financeiras de encerramento do exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, e em conformidade com a Lei das S.A. e com regras emitidas pela CVM (ICVM 477/2009, art. 17, inciso I); (viii) auditoria independente das demonstrações financeiras realizada por auditor registrado na CVM (ICVM 476/2009, art. 17, inciso II); (ix) divulgação das demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer da auditoria independente em sua página da internet, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social (ICVM 476/2009, art. 17, inciso III), ou seja com 1 (um) mês de antecedência da realização da assembleia geral ordinária assemelhando-se ao disposto no art. 133 da Lei das S.A.; (x) manutenção dos documentos mencionados no item anterior; (xi) sujeição às disposições do art. 3º da Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002 (“ICVM 358/2002”), sobre dever de sigilo, e às restrições à negociação (ICVM 358/2002, art. 13), com debêntures de emissão da sociedade (ICVM 476/2009, art. 17, inciso V); (xii) divulgação de fato relevante (ICVM 358/2002, art. 2º), na página da sociedade na internet, comunicando imediatamente à instituição financeira intermediária da oferta (ICVM 476/2009, art. 17, inciso VI); e (xiii) atendimento das solicitações formuladas pela CVM sobre o fornecimento de informações da sociedade.⁵⁴¹

Não existem óbices, portanto, em nosso ordenamento jurídico, para que uma sociedade limitada, regida supletivamente pelas normas da Lei das S.A., não possa emitir debêntures, tanto de forma privada, via mais compatível com esse tipo societário, como por meio de uma oferta pública com esforços restritos, quando atendidos os demais requisitos determinados pelas normas da CVM. As sociedades limitadas, por representar o tipo societário mais utilizado em nossa prática empresarial e por sua importância econômica, merecem se valer desse tipo de valor mobiliário de dívida como forma de financiamento, como já se valem, por exemplo, mediante notas promissórias comerciais, títulos em tudo semelhantes às debêntures.

Entendemos, portanto, que esse tipo societário é legitimado e apto, quando atendidos os requisitos apresentados, a emitir tais títulos, tendo como fundamento essencial os princípios da autonomia privada, da liberdade de contratar e da livre iniciativa.

⁵⁴¹ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 185-186.

4.5.1 O princípio geral de liberdade da Constituição da República

Os princípios constitucionais relacionados à liberdade econômica são fundamentais nas relações privadas entre os particulares, tipo de relação em que uma emissão privada ou com esforços restritos de debêntures por uma sociedade limitada ocorre. Podemos identificar esses princípios, como já anotado, na Constituição Federal no art. 1º, inciso IV, que consagra o princípio da livre iniciativa e, nos arts. 5º, que garante o direito à liberdade em si,⁵⁴² no art. 5º, inciso XIII,⁵⁴³ que trata da liberdade para empreender, e no art. 5º, inciso XVII,⁵⁴⁴ que assegura a liberdade de livre associação.

O princípio da livre iniciativa também pode ser encontrado no *caput* do art. 170, onde, nesse artigo, também podemos identificar em seu inciso IV, a livre concorrência, princípio fundamental para as relações econômicas entre os particulares. Segundo Eros Roberto Grau:

A Constituição Federal menciona *livre iniciativa*, tanto no art. 1º, IV, quanto no art. 170, *caput*. *Livre iniciativa* é termo de conceito extremamente amplo. Não obstante, a inserção da expressão no art. 170, *caput*, tem conduzido à conclusão, restrita, de que toda a *livre iniciativa* se esgota na *liberdade econômica* ou *de iniciativa econômica*. Dela – da *livre iniciativa* – se deve dizer, inicialmente, que expressa desdobramento da liberdade. Considerada desde a perspectiva substancial, tanto como resistência ao poder, quanto como reivindicação por melhores condições de vida (liberdade individual e liberdade social e econômica), podemos descrever a liberdade como *sensibilidade e acessibilidade* a alternativas de conduta e de resultado. Pois não se pode entender como livre aquele que nem ao menos sabe de sua possibilidade de reivindicar alternativas de conduta e de comportamento – aí a *sensibilidade*; e não se pode chamar livre, também, aquela ao qual tal acesso é sonogado – aí a *acessibilidade*.⁵⁴⁵

Eros Roberto Grau também anota que uma das faces da livre iniciativa se expõe como “liberdade econômica” ou “liberdade de iniciativa econômica”⁵⁴⁶ que se desdobra em: (a)

⁵⁴² Constituição Federal, art. 5º: “Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes: [...]” (grifo nosso).

⁵⁴³ Constituição Federal, art. 5º: “[...] XIII – é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer”.

⁵⁴⁴ Constituição Federal, art. 5º: “[...] XVII – é plena a liberdade de associação para fins lícitos, vedada a de caráter paramilitar”.

⁵⁴⁵ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988* cit., p. 197.

⁵⁴⁶ “A liberdade de iniciativa é elemento essencial do capitalismo, isso é, do próprio modo de produção e não somente de sua ideologia. Diferentemente da *igualdade* e da *fraternidade*, valores com os quais compôs o mais conhecido slogan revolucionário, a *liberdade* não é apenas uma palavra de ordem que poderia, depois da vitória sobre a ordem feudal, ser deixada de lado. O capitalismo depende, para funcionar com eficiência, de um ambiente econômico e institucional em que a liberdade de iniciativa esteja assegurada” (COELHO, Fábio Ulhoa. Princípios constitucionais na interpretação das normas de direito comercial. *In*: SALOMÃO,

liberdade de comércio e indústria (não ingerência do Estado no domínio econômico), que compreende (a.1) a faculdade de criar e explorar uma atividade econômica a título privado (liberdade pública), e (a.2) não sujeição a qualquer restrição estatal senão em virtude de lei (liberdade pública); e a (b) liberdade de concorrência, que pode ser compreendida em, (b.1) faculdade de conquistar clientela, desde que não ocorra por meio de concorrência desleal (liberdade privada), (b.2) proibição de formas de atuação que deteriam a concorrência (liberdade privada) e (b.3) neutralidade do Estado diante do fenômeno concorrencial em igualdade de condições dos concorrentes (liberdade pública).⁵⁴⁷

Segundo Maria Helena Diniz, os princípios da livre iniciativa e livre concorrência:

São garantias da liberdade empresarial, calcadas na propriedade privada, conducentes à organização do mercado se desenvolvidas conforme os interesses da coletividade, por terem como balizas a justiça social e o bem-estar coletivo. A atividade econômica organizada deve ser livremente exercida sem lesar interesses individuais ou coletivos.⁵⁴⁸

É então, por meio dos desdobramentos do princípio da liberdade, como a faculdade de criar e explorar uma atividade econômica em caráter privado e a não sujeição a qualquer restrição estatal, senão em virtude de lei, que a emissão de debêntures, tanto privada, como por esforços restritos, por sociedades limitadas seria plenamente possível.

4.5.2 A Lei 13.874/2019 de Declaração de Direitos de Liberdade Econômica

A Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei 13.874/2019”), que instituiu a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica ou, “Lei da Liberdade Econômica”, norma que teve como intuito fomentar a economia e a livre iniciativa, estabeleceu garantias de livre mercado e impôs limites à intervenção do Estado na economia, como se esses princípios não existissem como assim foram garantidos desde a primeira Constituição do Império, de 1824.⁵⁴⁹ Nessa lei, encontramos dispositivos que, além de buscar fomentar a economia e o

Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. p. 442).

⁵⁴⁷ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988* cit., p. 199-200.

⁵⁴⁸ DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa*. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. v. 8, p. 42-43.

⁵⁴⁹ “Esta legislação veio com o intuito de viabilizar e intensificar o livre exercício da atividade econômica e livre iniciativa e trazer para os particulares mais autonomia nas relações empresariais e contratuais privadas com o mínimo de intervenção estatal. Com estes objetivos, se procura dar mais celeridade para as atividades empresariais, menos burocracia na relação das empresas com os órgãos públicos e também mais segurança jurídica” (DINIZ, Thales Janguê Silva; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. *A Lei da Liberdade*

mercado, alteram outras leis relacionadas à atividade empresarial, como, por exemplo, o Código Civil, na parte relacionada à sociedade limitada.

A Lei da Liberdade Econômica é originária da Medida Provisória 881/2019, que previa, na redação original de seu projeto, o Projeto de Lei 17, do ano de 2019, a possibilidade de emissão privada de debêntures por sociedade limitada. O projeto, na redação original de seu art. 16, incluía o parágrafo quarto no art. 1.055 do Código Civil, que estabelecia que a sociedade limitada poderia emitir debêntures mediante oferta privada, do mesmo modo que as companhias, ou seja, nas condições estabelecidas na escritura de emissão ou, se houvesse, do certificado.⁵⁵⁰

Não obstante essa tentativa do projeto da medida provisória em instituir a possibilidade de emissão privada de debêntures pelas sociedades limitadas, o dispositivo foi retirado da MP 881/2019 e, com isso, a Lei 13.874/2019 não incluiu tal opção de financiamento para as sociedades limitadas no Código Civil, o que demonstra, mais uma vez, a necessidade premente dessa forma de financiamento por esse tipo societário.

Ademais, também podemos encontrar nesta lei, a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, sendo as regras de direito empresarial que irão ser utilizadas no negócio aplicadas de maneira subsidiária, excetuando-se normas de ordem pública (Lei 13.874/2019, art. 3º, inciso VIII).⁵⁵¹ A partir desse dispositivo, podemos encontrar mais um fundamento jurídico para a emissão de debêntures por sociedades limitadas pois, tanto as ofertas privadas, como as públicas com esforços restritos de debêntures, são negócios jurídicos paritários e de livre estipulação da sociedade emissora e dos investidores desse título.

Econômica e suas implicações nas sociedades anônimas de capital aberto. *Revista de direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, Thomson Reuters Brasil, v. 90, p. 44, 2020).

⁵⁵⁰ Projeto de Lei 17/2019, art. 16: “A Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil, passa a vigorar com as seguintes alterações: [...] Art. 1.055 [...] § 4º A sociedade limitada pode emitir debêntures em oferta privada, que conferirão aos seus titulares direito de crédito, nas condições estabelecidas na escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

⁵⁵¹ Lei 13.874/2019, art. 3º: “São direitos de toda pessoa, natural ou jurídica, essenciais para o desenvolvimento e o crescimento econômicos do País, observado o disposto no parágrafo único do art. 170 da Constituição Federal: [...] VIII – ter a garantia de que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, de forma a aplicar todas as regras de direito empresarial apenas de maneira subsidiária ao avençado, exceto normas de ordem pública”.

4.5.3 *Cumprimento das normas de ordem pública*

Segundo Maria Helena Diniz, a “ordem pública” está intimamente ligada à ideia de ordem jurídica e, por ser uma expressão difícil de se conceituar, anota que os juristas “são unânimes no entendimento de que é o reflexo da ordem jurídica vigente em dado momento, numa determinada sociedade”.⁵⁵² Diante disso, a concepção de ordem pública, pode ser entendida, como já anotado, como a relação entre a estabilidade ou segurança jurídica que atua na ausência de normas imperativas, impondo a observância de princípios superiores ligados ao direito, à política e à economia.

As normas de ordem pública, também denominadas normas cogentes, são então aquelas que limitam a liberdade contratual, vedando convenções contrárias aos bons costumes e outros princípios, e que são subordinadas ao interesse coletivo.⁵⁵³ O próprio Código Civil estabelece em seu art. 2.035, parágrafo único, que nenhuma convenção prevalecerá se contrariar preceitos de ordem pública,⁵⁵⁴ o que, diante disso, demonstra a importância das normas de ordem pública.

Tratando-se do direito societário, essa norma pode ser encontrada, por exemplo, pelo princípio da tipicidade societária que, como já anotado, determina que a sociedade empresária se constitua de acordo com a disposição do art. 983 do Código Civil. Em outras palavras, a sociedade empresária ou comercial só poderá ser constituída mediante tipos societários que a legislação empresarial regula. Entretanto, além das normas cogentes, o direito societário possui também normas dispositivas, que permite as partes contratantes estabelecerem o conteúdo do contrato, conforme assim esclarece Marcelo Vieira Von Adamek:

Com efeito, assim como no direito privado em geral, no direito societário existem normas cogentes e normas dispositivas, e são elas que permitem aos interessados estabelecer a modelagem do tipo societário. A essa liberdade

⁵⁵² DINIZ, Maria Helena. *Lei de Introdução ao Código Civil brasileiro interpretada*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2001. p. 364.

⁵⁵³ “É preciso não olvidar que a liberdade contratual não é ilimitada ou absoluta, pois está limitada pela supremacia da ordem pública, que veda convenções que lhe sejam contrárias e aos bons costumes, de forma que a vontade dos contraentes está subordinada ao interesse coletivo” (DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 36. ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2020. v. 3, p. 42).

⁵⁵⁴ Lei 10.406/2002, art. 2.035: “A validade dos negócios e demais atos jurídicos, constituídos antes da entrada em vigor deste Código, obedece ao disposto nas leis anteriores, referidas no art. 2.045, mas os seus efeitos, produzidos após a vigência deste Código, aos preceitos dele se subordinam, salvo se houver sido prevista pelas partes determinada forma de execução. Parágrafo único. Nenhuma convenção prevalecerá *se contrariar preceitos de ordem pública*, tais como os estabelecidos por este Código para assegurar a função social da propriedade e dos contratos” (grifo nosso).

que as partes têm de fixar o conteúdo do contrato dá-se o nome de “liberdade de modelagem negocial” ou “liberdade de modelagem do conteúdo contratual” (*Gestaltungsfreiheit*): “este outro segmento do princípio da liberdade de contratar”, explica Mário Júlio de Almeida Costa, “significa que pertence aos contraentes, não só a seleção do tipo do negócio melhor adequado à satisfação dos seus interesses, mas ainda preenche-lo com o conteúdo concreto que bem entendam”. Contudo, acrescenta o mestre civilista português: “a liberdade de fixação do conteúdo dos contratos ‘move-se dentro dos limites da lei’”.⁵⁵⁵

Dessarte, seria a própria liberdade de modelagem do conteúdo contratual que daria margem para que o contrato social de uma sociedade limitada, regida supletivamente pelas normas da Lei das S.A., permitisse a possibilidade de emissão de debêntures pela mesma sociedade. Esta possibilidade, por se tratar de liberdade concedida por norma dispositiva, e não contrária a nenhuma norma de ordem pública, seria, então, possível e admissível,⁵⁵⁶ sendo permitida, como já anotado, pelo art. 3º, inciso VIII, da Lei 13.874/2019.

4.5.4 A teoria da equiparação dos tipos societários

A sociedade limitada, como já anotado, possui natureza híbrida. Isso porque pode assumir tanto a feição de sociedade contratual, como de sociedade institucional, estatutária ou de capital.⁵⁵⁷ Nessas condições objetivas, não importaria mais o clássico princípio da *affectio societatis* para sua constituição e continuidade, como assim entende a doutrina de Erasmo Valladão e Marcelo Vieira Von Adamek:

[...] entende-se que o conceito de *affectio societatis*, elaborado para uma outra realidade, merece ser abandonado (ou, quando menos, relegado a quadrante meramente descritivo); a sua superação, na realidade, já deveria ter se dado quando da elaboração da teoria do contrato plurilateral, a qual já pôs às claras o fato de que, diferentemente dos contratos de escambo, no

⁵⁵⁵ VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário* cit., p. 397.

⁵⁵⁶ Para Marcelo Vieira Von Adamek: “[...] o princípio da tipicidade societária não impede que as partes afastem as normas dispositivas indesejadas e, respeitadas as cogentes, modelem o conteúdo do contrato de sociedade, de modo a melhor atender aos seus respectivos interesses, devendo, em todo o caso, sempre respeitar os limites estabelecidos pelo ordenamento jurídico, notadamente os bons costumes e a ordem pública – nestas incluídas, no que diz respeito ao direito societário, as regras de proteção aos direitos dos credores e aos direitos inderrogáveis do sócio” (Ibidem, p. 397).

⁵⁵⁷ “As sociedades de pessoas possuem natureza contratual, isto é, são constituídas mediante contrato social, ato formal do qual participam todos os sócios no momento de sua criação. Contudo, a sociedade limitada é vista pela doutrina como uma sociedade de natureza híbrida na medida em que congrega, ao mesmo tempo, características tanto das sociedades de pessoas, como das sociedades de capital. A jurisprudência do Supremo Tribunal Federal apresenta julgados que afirmam que ‘[a] sociedade por quotas de responsabilidade limitada é mista e não de pessoas’, tendo em vista, principalmente, o fato de que o contrato social pode até prever a cessão ou alienação de quotas a terceiros estranhos, sem necessidade de consentimento dos demais sócios” (FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa* cit., p. 422).

contrato de sociedade as partes têm não apenas interesses contrastantes, no ato de constituição, mas visam sobretudo um fim comum, e esse fim comum é o elemento de convergência das manifestações de vontade dos sócios. Após a teoria do contrato plurilateral, o moderno direito societário caminhou para a elaboração da teoria do contrato associativo, de um lado, e para a depuração do estudo do fim comum, de outro. Neste contexto, a insistência da doutrina pátria em continuar a falar em *affectio societatis* constitui um autêntico retrocesso; uma involução. O moderno direito societário encontra, no fim social, a sua estrela polar.⁵⁵⁸

O conceito de fim social é que passa, segundo esse entendimento, a reger as relações na sociedade limitada, como conhecemos atualmente, não mais importando a relação interpessoal e subjetiva entre os sócios para a formação e continuidade da sociedade,⁵⁵⁹ o que permite a situação híbrida admitida pelo parágrafo único do art. 1.053 do Código Civil.

Esse hibridismo, possibilitado pela lei, permite que a sociedade limitada se equipare às sociedades anônimas, caso escolha a regência supletiva de suas normas pelas desse tipo societário, o que viabiliza o uso de institutos típicos das companhias, no que forem compatíveis. É por meio dessa equiparação entre tipos societários que a “teoria da equiparação dos tipos societários” se apresenta e pode ser explicada.

A sociedade limitada que possui regência supletiva pelas normas da Lei das S.A., em especial, àquelas de grande porte, que dispõem de estruturas robustas e capazes de possuir os mesmos institutos das companhias fechadas, se equiparariam a estas. A própria jurisprudência dos nossos tribunais já reconhece que as sociedades anônimas fechadas, que são sociedades institucionais, se assemelham a outros tipos societários, como, por exemplo, às limitadas, como explicado pela doutrina abalizada de Eduardo Secchi Munhoz:

Ao eliminar as diferenças típicas do regime jurídico da companhia fechada, aproximando-a da disciplina de outras sociedades, a jurisprudência acaba por fulminar a própria função que justificou a criação desse tipo societário: a criação de empresas com perfil institucional, capazes de atrair investimento e

⁵⁵⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social cit., p. 144-145.

⁵⁵⁹ “[...] invoca-se amiúde a noção de *affectio societatis*, dizendo-a essencial ao contrato de sociedade para, com isso, diferenciar certas relações jurídicas do contrato de sociedade. Retoma-se, por esse modo, a mais antiga concepção do instituto em sua função original. No entanto [...], a *affectio societatis* não é elemento constitutivo da sociedade e, portanto, não se presta a diferenciar a sociedade de outras figuras. O que pode servir para tal tarefa – que é sempre difícil e não conta com um critério objetivo a ser aplicado – é o fim comum; a causa do contrato de sociedade enquanto elemento objetivo do negócio jurídico” (Ibidem, p. 159-160).

financiamento para o desenvolvimento de empreendimentos econômicos de maior porte e por prazo mais longo.⁵⁶⁰

Também é importante anotarmos que, com o recente advento da Lei Complementar 182/2021, a Lei das S.A. foi alterada, sendo criada uma forma simplificada de organização para as sociedades anônimas.⁵⁶¹ Com essa alteração, as companhias que se enquadrem nesse formato, podem adotar estruturas mais simples, no mesmo modelo dos demais tipos societários, para o desenvolvimento de sua atividade empresarial. Uma das inovações introduzidas pela Lei Complementar 182/2021 reside, por exemplo, na possibilidade da diretoria da empresa ser exercida por apenas um membro (LSA, art. 143),⁵⁶² as publicações financeiras elaboradas por meio eletrônico e os livros sociais substituídos, igualmente, por registros eletrônicos (LSA, art. 294, incisos III e IV).⁵⁶³

Ademais, as companhias que vierem a aderir à forma simplificada, poderão ingressar no mercado de capitais de forma facilitada pela CVM (LSA, art. 294-A),⁵⁶⁴ regulamentação que justifica e corrobora as conclusões desenvolvidas pelo presente projeto de pesquisa.

⁵⁶⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. A tipologia societária e sua função econômica. Dissolução parcial da sociedade anônima fechada, princípio da intangibilidade do capital e caráter institucional da empresa cit., p. 328.

⁵⁶¹ Segundo Walfrido Jorge Warde Jr. e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro a forma simplificada da sociedade anônima não cria uma nova forma societária, mas sim tenta equiparar às companhias à estrutura e ao manejo de formas societárias híbridas (de grosso modo, os tipos societários que ostentam, ao mesmo tempo, características de sociedades contratuais e institucionais). Para os autores: “A finalidade é atender as pequenas e médias empresas, prover-lhes formas adequadas de organização jurídica. A técnica é, desse modo, distinta da que se empregou em outros países, como a França, Colômbia, os Estados Unidos ou o Reino Unido. Nesses países foram criados tipos societários novos, também para prover ‘vias de direto’ à organização jurídica das pequenas e das médias empresas” (WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Regime especial da sociedade anônima simplificada*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 48).

⁵⁶² Lei 6.404/1976, art. 143: “A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá: I – o número de diretores, ou o máximo e o mínimo permitidos; II – o modo de sua substituição; III – o prazo de gestão, que não será superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição; V – as atribuições e poderes de cada diretor”.

⁵⁶³ Lei 6.404/1976, art. 294: “A companhia fechada que tiver receita bruta anual de até R\$ 78.000.000,00 (setenta e oito milhões de reais) poderá: [...] III – realizar as publicações ordenadas por esta Lei de forma eletrônica, em exceção ao disposto no art. 289 desta Lei; e IV – substituir os livros de que trata o art. 100 desta Lei por registros mecanizados ou eletrônicos”.

⁵⁶⁴ Lei 6.404/1976, art. 294-A: “A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará as condições facilitadas para o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais, e será permitido dispensar ou modular a observância ao disposto: I – no art. 161 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de instalação do conselho fiscal a pedido de acionistas; II – no § 5º do art. 170 desta Lei, quanto à obrigatoriedade de intermediação de instituição financeira em distribuições públicas de valores mobiliários, sem prejuízo da competência prevista no inciso III do § 3º do art. 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976; III – no inciso I do caput do art. 109, nos §§ 1º e 2º do art. 111 e no art. 202 desta Lei, quanto ao recebimento de dividendo obrigatório; IV – no art. 289 desta Lei, quanto à forma de realização das publicações ordenadas por esta Lei [...]”.

Segundo nosso entendimento, essa nova forma simplificada de organização das sociedades anônimas, representam mais um exemplo de equiparação de tipos societários, o que demonstra a necessidade premente de adequação e compatibilização de certos institutos entre os tipos societários destinados e que tem por objeto o exercício da atividade empresarial.

5 PRESSUPOSTOS E EXIGÊNCIAS PARA A EMISSÃO DE DEBÊNTURES POR SOCIEDADE LIMITADA

Analisados os pressupostos jurídicos, a compatibilidade econômica e as correntes doutrinárias a favor da emissão de debêntures por sociedades limitadas, adentraremos, no presente capítulo, nos requisitos e exigências para esse tipo de emissão.

5.1 Porte da empresa e laudo de viabilidade econômica

O porte da empresa, bem como o laudo de viabilidade econômica, se apresenta como fatores importantes para a emissão de valores mobiliários como as debêntures pelas sociedades comerciais. Em um primeiro momento, o porte da empresa irá indicar aos investidores do título debenturístico se a sociedade que pretende emitir as debêntures possui ou não condições de honrar com seus compromissos financeiros e com esses investidores.

É a partir dessa premissa, que, como já anotado, somente as empresas constituídas por intermédio de sociedades por ações estariam aptas a emitirem debêntures, o que, como já nos posicionamos, não concordamos, pois as sociedades limitadas regidas pelas normas das Lei das S.A. se equiparariam às companhias e, sendo assim, poderiam realizar a emissão. Desse modo, o laudo de viabilidade econômica para uma emissão de debêntures de forma privada ou mediante uma oferta pública com esforços restritos de uma sociedade limitada poderia trazer a segurança necessária para os investidores desse título pois demonstraria a atual situação econômica da sociedade bem como suas projeções financeiras futuras.

Esse laudo, que permitiria a sociedade limitada realizar um desses tipos de emissão de debêntures, seria semelhante ao Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira presente no Anexo III da ICVM 400/2003, obrigatório nos casos do art. 32 da instrução.⁵⁶⁵ Nesse estudo são contemplados a (i) análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviços da emissora, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas; o

⁵⁶⁵ ICVM 400/2003, art. 32: “O pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando: I – a oferta tenha por objeto a constituição da emissora; II – a emissora esteja em fase pré-operacional; ou III – os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora”.

(ii) suprimento de matérias primas; e o (iii) retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para sua elaboração.⁵⁶⁶

Percebe-se, com isso, a intenção da CVM em proteger e dar a segurança necessária aos investidores de valores mobiliários nos casos de ofertas públicas para a constituição de companhias ou quando os recursos captados são destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora (ICVM 400/2003, art. 32). Dessarte, o laudo de viabilidade econômica, nos mesmos formatos do Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira da ICVM 400/2003, poderia ser utilizado nas emissões de debêntures de sociedades limitadas, tanto por meio de ofertas privadas como por ofertas públicas com esforços restritos, trazendo a proteção e a segurança necessárias aos investidores desses títulos emitidos por esse tipo societário.

5.2 Submissão às normas de contabilidade das S.A. e auditoria externa

Outro pressuposto e exigência necessários para a emissão de debêntures por sociedades limitadas, tanto de forma privada como por ofertas públicas com esforços restritos, é a submissão de suas normas contábeis às das companhias bem como a necessidade da sociedade se submeter a uma auditoria financeira independente e externa. As sociedades anônimas, por serem o tipo societário voltado para grandes empreendimentos, possuem regras específicas para a criação e divulgação de suas demonstrações financeiras e contábeis definidas pela lei acionária (LSA, arts. 175 e seguintes).⁵⁶⁷

De acordo com José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho, juristas responsáveis, como já anotado, pela criação da Lei da S.A., na escolha dessas regras sobre as demonstrações financeiras:

⁵⁶⁶ CVM. CVM agora é GOV.BR/CVM. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 30 ago. 2021.

⁵⁶⁷ “Os regimes de divulgação financeira – o fornecimento de informações sobre a posição financeira passada e atual da empresa – evoluíram a partir de dois modelos muito diferentes. Um, o modelo ‘europeu continental’, originou-se no século XVII na França com o objetivo de proteger os credores e facilitar a tributação das companhias. O outro, o modelo ‘anglo-americano’, foi desenvolvido no Reino Unido no século XIX com o objetivo de aprimorar a capacidade dos acionistas de monitorar seus investimentos. Dito de outra forma, os interesses dos credores, dos agentes internos e do Estado influenciaram fortemente o modelo de contabilidade da Europa continental, enquanto o interesse dos acionistas influenciaram o modelo de contabilidade anglo-americano” (ENRIQUES, Luca *et al.* Direito societário e mercado de capitais. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018. p. 470).

[...] influenciou evidentemente, o conhecimento de hábitos e práticas que a lei pretende corrigir ou coibir, a fim de que as demonstrações financeiras informem – a administradores, acionistas, credores e investidores do mercado – a verdadeira situação patrimonial da companhia e seus resultados.⁵⁶⁸

Segundo Pedro Anan Junior as “Demonstrações contábeis devidamente preparadas e escrituradas tem por objetivo fornecer informações que sejam úteis na tomada de decisões e avaliações por parte dos usuários” e complementa que essas demonstrações não devem atender finalidade ou necessidade específica de grupos ou usuários específicos.⁵⁶⁹ Já para Nelson Eizirik, as demonstrações possuem o objetivo de acompanhar perante a sociedade a “situação patrimonial, a atuação de seus administradores e a apuração e distribuição de lucros”.⁵⁷⁰⁻⁵⁷¹

Essas demonstrações financeiras, presentes na lei acionária,⁵⁷² compreendem o (i) Balanço Patrimonial (“BP”); (ii) a Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados (“DLPA”); (iii) a Demonstração do Resultado do Exercício (“DRE”); (iv) a Demonstração dos Fluxos de Caixa (“DFC”) e, caso a companhia for aberta; a (v) Demonstração de Valor Adicionado (“DVA”), (LSA, art. 176).⁵⁷³

⁵⁶⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1, p. 246.

⁵⁶⁹ ANAN JUNIOR, Pedro. *Contabilidade para advogados*. São Paulo: Intelecto, 2019. p. 7.

⁵⁷⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 316-317.

⁵⁷¹ “[...] a organização da sociedade empresária se integra na da empresa, e a sociedade (pessoa jurídica) é sujeito de todos os direitos e obrigações nascidos da criação e do funcionamento da empresa. Por isso, os fatos financeiros relativos à sociedade empresária têm origem tanto nas relações jurídicas próprias do contrato de sociedade personificada quanto nas nascidas da criação e do funcionamento da empresa. As relações jurídicas internas da sociedade se estabelecem entre a pessoa jurídica e os seus sócios e os membros dos órgãos sociais; o grupo social da empresa é organizado por relações jurídicas entre a sociedade, como pessoa jurídica, e seus empregados; e todas as relações jurídicas externas, da sociedade e da empresa, se estabelecem entre a pessoa jurídica da sociedade e pessoas dos seus ambientes” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças da companhia*. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 950).

⁵⁷² Segundo Modesto Carvalhosa, como o Brasil adota o regime contábil de competência, e não o de caixa, a escrituração da companhia deverá registrar as mutações patrimoniais ocorridas ao longo de um exercício social, nos termos do art. 177 da lei acionária. Para o autor: “Nesse regime de competência, os custos e despesas, ainda que não pagos, são registrados contabilmente no exercício em que tiverem sido contabilizadas as receitas correspondentes. Essa correspondência entre custos e receitas é o elemento de equilíbrio desse regime, e a data em que a receita se considera auferida, o elemento essencial” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 318-319).

⁵⁷³ Lei 6.404/1976, art. 176: “Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício: I – balanço patrimonial; II – demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III – demonstração do resultado do exercício; e IV – demonstração dos fluxos de caixa; e V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado. § 1º As demonstrações de cada exercício serão publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior. § 2º Nas demonstrações, as contas semelhantes poderão ser agrupadas;

(i) O Balanço Patrimonial tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da sociedade em determinada data, sendo assim, uma posição estática.⁵⁷⁴

Para Nelson Eizirik, o Balanço Patrimonial é “o quadro que demonstra a situação financeira da companhia em determinada data, apresentando os ativos, os passivos e o patrimônio líquido (PL) da companhia”.⁵⁷⁵ Conforme a lição de Modesto Carvalhosa, o balanço “representa a demonstração do estado do patrimônio na data do término do exercício social, no pressuposto da continuidade do funcionamento da companhia”, sendo assim, se é dito que o balanço patrimonial é o balanço de exercício.⁵⁷⁶

(ii) A Demonstração dos Lucros e Prejuízos Acumulados indica as alterações ocorridas no saldo da conta de lucros ou prejuízos acumulados, no patrimônio líquido, onde se é discriminado as movimentações financeiras como as transferências para as reservas, os dividendos, a parcela dos lucros incorporada ao capital e o saldo no fim do exercício social.⁵⁷⁷ Apesar de estar presente na Lei das S.A., raramente essa demonstração é elaborada com esse nome pois, quando interpretada literalmente, fornece poucas informações, sendo substituída na prática, pela Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido (“DMPL”), conforme explica a doutrina abalizada de Nelson Eizirik:

[...] a Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA), que, embora conste na Lei das S.A., raramente é elaborada com esse nome. Interpretada literalmente, significa apenas um relatório que mostra como a conta individual de Lucros ou Prejuízos Acumulados se alterou entre 2 (duas) datas. Mas essa conta é somente uma parte do patrimônio líquido; portanto, quando analisada individualmente, fornece poucas informações. Na prática, essa demonstração é substituída pela Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), que é muito mais completa e abrangente.⁵⁷⁸

os pequenos saldos poderão ser agregados, desde que indicada a sua natureza e não ultrapassem 0,1 (um décimo) do valor do respectivo grupo de contas; mas é vedada a utilização de designações genéricas, como ‘diversas contas’ ou ‘contas-correntes’. § 3º As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração, no pressuposto de sua aprovação pela assembléia-geral. § 4º As demonstrações serão complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício. [...]”.

⁵⁷⁴ MARTINS, Eliseu *et al.* *Manual de contabilidade societária*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 2.

⁵⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 332.

⁵⁷⁶ “O balanço que a companhia deve elaborar anualmente representa a demonstração do estado do patrimônio na data do término do exercício social, no pressuposto da continuidade do funcionamento da companhia. Por isso é dito balanço de exercício. A seu turno, o balanço de liquidação é elaborado no pressuposto da liquidação da companhia” (CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 321).

⁵⁷⁷ *Ibidem*, p. 319.

⁵⁷⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 334.

(iii) A Demonstração do Resultado de Exercício pode ser compreendida como um demonstrativo das receitas e despesas da sociedade e onde ficará evidenciado o lucro ou prejuízo do exercício social.⁵⁷⁹ Essa demonstração evidencia a formação do resultado líquido de um exercício, pelo confronto de receitas, custos e resultados, em que se é elaborada uma síntese financeira dos resultados operacionais e não operacionais.⁵⁸⁰

Para Nelson Eizirik, a Demonstração do Resultado de Exercício “constitui um relato dinâmico que mostra como as receitas e as despesas de determinado período foram acumuladas, sendo elaborada com base no regime de competência”.⁵⁸¹

(iv) A Demonstração dos Fluxos de Caixa é, conforme a lição de Modesto Carvalhosa, “um demonstrativo universalmente utilizado, que indica a movimentação dos fundos líquidos de caixa e dos chamados equivalentes de caixa, representando de forma mais adequada a capacidade da sociedade arcar com seus compromissos”.⁵⁸² Essa demonstração tem o intuito de mostrar como ocorreram as movimentações de disponibilidades em um dado período,⁵⁸³ e, embora obrigatória pela lei acionária, as companhias fechadas que possuem na data do balanço anual, patrimônio líquido inferior a dois milhões de reais, não são obrigadas a elaborar e publicar a DFC (LSA, art. 176, parágrafo sexto).⁵⁸⁴⁻⁵⁸⁵

Por último, a (v) Demonstração de Valor Adicionado é uma demonstração financeira que apenas as companhias abertas são obrigadas a elaborar e publicar (LSA, art. 176, inciso V), possuindo como objetivo principal informar o valor da riqueza criada pela empresa e a forma de sua distribuição.⁵⁸⁶ Segundo Modesto Carvalhosa, a DVA “visa indicar os valores

⁵⁷⁹ ANAN JUNIOR, Pedro. *Contabilidade para advogados* cit., p. 12.

⁵⁸⁰ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 319.

⁵⁸¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205 cit., p. 337.

⁵⁸² CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 320.

⁵⁸³ MARTINS, Eliseu *et al.* *Manual de contabilidade societária* cit., p. 5.

⁵⁸⁴ Lei 6.404/1976, art. 176: “[...] § 6º A companhia fechada com patrimônio líquido, na data do balanço, inferior a R\$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais) não será obrigada à elaboração e publicação da demonstração dos fluxos de caixa”.

⁵⁸⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 320.

⁵⁸⁶ “A DVA tem como objetivo principal informar o valor da riqueza criada pela empresa e a forma de sua distribuição. Não deve ser confundida com a Demonstração do Resultado do Exercício, pois esta tem suas informações voltadas quase que exclusivamente para os sócios e acionistas, principalmente na apresentação do lucro líquido, enquanto a DVA está dirigida para a geração de riquezas e sua respectiva distribuição pelos fatores de produção (capital e trabalho) e ao governo” (MARTINS, Eliseu *et al.* *Manual de contabilidade societária* cit., p. 5).

que, na atividade produtiva, comercial ou de serviços, a companhia agregou aos insumos adquiridos, de modo a chegar ao valor dos produtos e serviços por ela comercializados”.⁵⁸⁷

As demonstrações financeiras e contábeis das companhias, como demonstrado acima, possuem a função de informar, pela divulgação de seus resultados financeiros, tanto os administradores e acionistas como também os credores e investidores do mercado sobre a verdadeira situação patrimonial e econômica da sociedade.⁵⁸⁸ Desse modo, caso a companhia queira emitir debêntures como forma de se financiar, a padronização das informações financeiras, obrigatória por lei, se revela como mais uma segurança para os investidores desse título.

Em relação a uma possível emissão de debêntures por sociedades limitadas, já nos posicionamos que estas estariam aptas e legitimadas a emitirem tais títulos quando possuíssem, preferencialmente, a regência supletiva de suas normas pelas das companhias, equiparando, como já anotado, esse tipo de sociedade limitada às sociedades anônimas. Diante disso, a sociedade limitada que fosse regida supletivamente pela Lei das S.A. deveria também, além de possuir estruturas que suportassem uma emissão de debêntures, tanto privada como pública com esforços restritos, nos mesmos formatos das companhias, se submeter as regras contábeis e financeiras da lei acionária, o que traria a segurança necessária aos investidores de debêntures do mercado de capitais.

Além da submissão às normas de contabilidade das companhias, as sociedades limitadas que pretendessem emitir debêntures também deveriam se submeter a uma auditoria financeira independente e externa nos mesmos formatos que a Lei das S.A. dispõe para as sociedades anônimas. Esse tipo de auditoria, ao analisar as informações técnicas prestadas pelos administradores, funciona como fonte de confiança para os acionistas pois provê credibilidade para as informações financeiras demonstradas, conforme nos ensina a lição de Rachel Sztajn:

⁵⁸⁷ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. Sociedades anônimas cit., p. 320.

⁵⁸⁸ “Outra forma de prestação de informação são as demonstrações contábil-financeiras. Função dessas peças, apurar variações patrimoniais, ainda quando não sejam publicadas, oferecem informações aos sócios e, como se sabe, alguns credores, notadamente instituições bancárias, costumam solicitá-las para acompanhar o desempenho da sociedade devedora. Aos sócios estranhos à administração, tais informações facilita a análise da qualidade da gestão” (SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin: 2013. p. 227).

Ao analisar a informação técnica prestada pelos administradores e emitir parecer sobre sua prestabilidade, ou não, a auditoria é fonte da confiança dos acionistas na veracidade da informação administrativa. Igualmente, da perspectiva dos administradores, relatórios de auditoria que assegurem a observância das melhores práticas de gestão também lhes interessam, pois poderão isentá-los de responsabilidades pelos resultados negativos. *A auditoria provê credibilidade para as informações financeiras, impactando seu valor e, por via de consequência, o da sociedade a que se referem, por que trata da verificação de procedimentos em que confiança e fidelidade no cumprimento de acordos são indispensáveis (grifo nosso).*⁵⁸⁹

Em sentido semelhante é o posicionamento de Nelson Eizirik que traz a importância da auditoria independente nas companhias abertas e instituições financeiras:

*Cumpra ao auditor independente conferir credibilidade às demonstrações contábeis das companhias abertas e das instituições financeiras, na medida em que revisa, como especialista que é, referidas demonstrações, de maneira absolutamente isenta, neutra, com total autonomia frente à empresa auditada. Com efeito, o objetivo da auditoria é precisamente o de verificar se os registros contábeis estão em conformidade com os princípios de contabilidade geralmente aceitos e se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a situação econômica do patrimônio e os resultados verificados no exercício examinado (grifo nosso).*⁵⁹⁰

Com efeito, a auditoria financeira independente e externa traz mais confiança e credibilidade às informações financeiras divulgadas pelas companhias, o que, diante de uma sociedade limitada que pretende emitir debêntures como forma de financiamento, se torna, também, um pressuposto e exigência extremamente necessário.

5.3 Garantia real das debêntures sobre ativos da emissora

As debêntures, como já anotado, podem ser classificadas de acordo com as garantias que oferece em quatro espécies: com garantia real, com garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas (LSA, art. 58). Não obstante, para alguns autores como José Romeu Garcia do Amaral, há certa confusão com relação ao uso do termo “espécies” pela Lei das S.A. pois além desses quatro tipos de debêntures existem, também, as debêntures conversíveis em ações

⁵⁸⁹ SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação cit., p. 232.

⁵⁹⁰ EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário* cit., p. 159.

(LSA, art. 57) e as debêntures perpétuas (LSA, art. 55, parágrafo quarto),⁵⁹¹ conforme nos ensina sua lição:

Há certa confusão, todavia, com relação ao uso da terminologia *espécies*, já que a nomenclatura da Seção II, do Capítulo V, da LSA, que trata das debêntures, foi muito infeliz ao empregá-la para se referir as modalidades de garantia (real ou flutuante), à ausência de qualquer preferência (simples ou quirografária) e à subordinação do crédito aos demais credores (subordinada). A LSA trata das espécies em seções esparsas, portanto. As conversíveis em ações estão disciplinadas no art. 57. Já as perpétuas estão previstas no art. 55, §4º e as demais espécies estão disciplinadas no art. 58 da LSA.⁵⁹²

As debêntures com garantia real são aquelas em que a debênture tem o seu adimplemento garantido por um direito real que pode consistir em penhor, hipoteca ou anticrese sobre um bem que pode ou não pertencer à sociedade.⁵⁹³ Nessa espécie de debênture, o bem que serve para a garantia fica totalmente vinculado a obrigação (Código Civil, art. 1.419).⁵⁹⁴⁻⁵⁹⁵

A modalidade de debêntures com garantia flutuante consiste em um tipo de debênture que garante aos seus titulares crédito com privilégio geral sobre o ativo da sociedade emissora, não impedindo a negociação dos bens que compõem esse ativo. Segundo Marcelo Sacramone “na hipótese de liquidação da companhia, os titulares de debêntures com garantia flutuante preferirão aos credores quirografários no recebimento de seu crédito”.⁵⁹⁶

As debêntures quirografárias, também conhecidas como debêntures sem preferência, podem ser caracterizadas, de acordo com a lição de Modesto Carvalhosa, como aquelas que “têm como garantia a totalidade do patrimônio da companhia, livre e desembaraçado de ônus ou gravame, sem qualquer bem garantindo especificamente o crédito ou privilégio geral sobre

⁵⁹¹ Lei 6.404/1976, art. 55: “[...] § 4º A companhia poderá emitir debêntures cujo vencimento somente ocorra nos casos de inadimplência da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título”.

⁵⁹² AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 70.

⁵⁹³ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 238.

⁵⁹⁴ Lei 10.406/2002, art. 1.419: “Nas dívidas garantidas por penhor, anticrese ou hipoteca, o bem dado em garantia fica sujeito, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação”.

⁵⁹⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 430.

⁵⁹⁶ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial* cit., p. 238.

o ativo da companhia”. Nessa classe de debêntures, os titulares do título se enquadram na classe de credores quirografários,⁵⁹⁷ no caso de liquidação da companhia.

Por fim, as debêntures subordinadas, também conhecidas como subquirografárias,⁵⁹⁸ são caracterizadas como a espécie de debênture que, além de não possuir qualquer privilégio, ocuparão posição inferior aos créditos quirografários no caso de eventual liquidação da sociedade. De acordo com Marcelo Sacramone, esse tipo de debênture “têm preferência apenas sobre os acionistas na partilha do acervo remanescente, se houver, no caso da liquidação”.⁵⁹⁹

Em relação às debêntures conversíveis, estas, como já anotado, fazem com que seus titulares passem da posição de credores da companhia emissora para acionistas, no caso de conversão. Já as debêntures perpétuas, ou debêntures “*open ended*”,⁶⁰⁰ podem ser caracterizadas, de acordo com Fábio Ulhoa Coelho, como as debêntures que “possibilitam a organização do poder de controle da sociedade anônima, na medida que os debenturistas aportam recursos na empresa, mas não titularizam direitos de acionistas”.⁶⁰¹ Segundo este autor, nesse tipo de debênture não há prazo determinado de vencimento, sendo o título vencível apenas quando verificada determinada situação prevista na escritura de emissão como o inadimplemento da obrigação de pagar juros, a dissolução da companhia, ou outro motivo (LSA, art. 55, parágrafo quarto), o que permite que esse tipo de debênture seja utilizado como instrumento de organização do poder de controle da sociedade.⁶⁰²

Para a emissão de debêntures de uma sociedade limitada, tanto de forma privada como mediante uma oferta pública com esforços restritos, a espécie de debêntures com garantia real se apresenta como a opção mais segura ao investidor do título debenturístico.⁶⁰³ Por ser esse tipo de debênture garantido, como visto, por um direito real, seja ele penhor, anticrese, hipoteca, ou outro direito real de garantia como, por exemplo, uma alienação fiduciária, o credor do título possui uma maior segurança de pagamento do seu investimento no caso de

⁵⁹⁷ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 433.

⁵⁹⁸ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures cit.*, p. 71.

⁵⁹⁹ SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial cit.*, p. 238.

⁶⁰⁰ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas cit.*, p. 410.

⁶⁰¹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial cit.*, v. 2, p. 155.

⁶⁰² *Ibidem*, p. 155.

⁶⁰³ “As garantias reais poderão ser constituídas englobadamente para todas as séries da emissão, ou especificamente para determinadas séries. Constituídas, inicialmente, para uma determinada série, não se poderá posteriormente estendê-las a outras, uma vez que não se admite, em nossa legislação, a extensão de garantia. Assim, o lastro real das demais séries teria que se constituir de outros bens, ou, então, que se reduzir a graus inferiores” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário cit.*, p. 286).

liquidação da sociedade, o que mediante uma emissão por sociedade limitada se mostra extremamente útil e necessário.

Como observa Fábio Ulhoa Coelho:

[...] as debêntures com garantia real, por assegurarem o cumprimento das obrigações perante os debenturistas, mediante a outorga de hipoteca, penhor, anticrese ou outra modalidade qualquer de direito real de garantia, apresentam pequena particularidade, na hipótese de inadimplemento das obrigações da companhia não falida. Se, no vencimento ou na data estabelecida para a amortização parcial, ela não pagar aos debenturistas o previsto na escritura de emissão, estando o valor mobiliário garantido, por exemplo, por hipoteca incidente sobre o imóvel sede da emissora, poderá ser movida execução, com penhora sobre esse bem, ainda que muito superior ao crédito executado. *Da perspectiva do investidor, é claro que a garantia oferecida pela companhia emissora, muitas vezes, interfere na mensuração da vantagem do investimento representado pelas debêntures* (grifo nosso).⁶⁰⁴

Em sentido semelhante, Modesto Carvalhosa anota essa peculiaridade do investimento em debêntures com garantia real:

Os titulares de debêntures com garantia real fazem parte da categoria de credores não sujeitos a rateio, ou seja, o seu crédito é satisfeito prioritariamente com o produto da venda dos bens sobre os quais recai a garantia. Na hipótese de o produto da venda do bem vinculado à satisfação do crédito não ser suficiente para o seu pagamento, esse crédito é reclassificado como quirografário contra a companhia emissora e concorrerá com os demais credores dessa natureza. O bem dado em garantia fica vinculado à dívida da companhia mesmo na hipótese dela, ou do terceiro garantidor, alienar o bem gravado a terceiro.⁶⁰⁵

Dessarte, as debêntures com garantia real trazem uma maior segurança aos investidores no caso de uma emissão por sociedade limitada pois estes terão o retorno de seu investimento protegido pela penhora do bem dado em garantia, que pode ser da própria companhia ou de terceiros garantidores.⁶⁰⁶

⁶⁰⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 154.

⁶⁰⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 430.

⁶⁰⁶ De acordo com Norma Jonssen Parente, podem ser dados em garantia quaisquer bem móveis que sejam alienáveis pela companhia emissora como, por exemplo, mercadorias, títulos da dívida pública, ações de outras companhias e títulos de crédito (PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de capitais* cit., p. 211).

5.4 Criação de classe especial de quotas para a conversibilidade das debêntures

Mais um pressuposto que se apresenta útil para uma emissão de debêntures por sociedades limitadas seria a possibilidade de uso, por esse tipo societário, das debêntures conversíveis (LSA, art. 57), nos mesmos formatos que a Lei das S.A. oferece para as companhias. Como averba José Waldecy Lucena, o “propósito do legislador, inspirado no sucesso alcançado pelas debêntures conversíveis no direito anglo-americano, foi o de tornar os títulos mais atraentes ao investidor brasileiro”,⁶⁰⁷⁻⁶⁰⁸ o que acaba tornado a emissão dessa modalidade mais vantajosa para a sociedades devido à alta procura por investidores desse tipo de título.

Outrossim, por ser a sociedade limitada com regência supletiva pelas normas da lei acionária equiparada, segundo nosso posicionamento, às companhias, seria também interessante e oportuno que esse tipo de sociedade mercantil fosse apto a se valer das debêntures conversíveis. Nessa modalidade, segundo Fábio Ulhoa Coelho, “convertidas em ações as debêntures, seus titulares passam a condição de acionistas, ordinarialistas ou preferencialistas, de acordo com as ações atribuídas na conversão”,⁶⁰⁹ desse modo, nas sociedades limitadas, seria criado uma classe especial de quotas, como, por exemplo, quotas preferenciais,⁶¹⁰ para que essa espécie de debênture viesse ser utilizada.

De acordo com Nelson Eizirik, as debêntures conversíveis em ações, do ponto de visto financeiro, constituem um “pacote” com três elementos principais: “o título e sua remuneração; a opção de convertê-lo; e a comparação entre a taxa de juros praticada no

⁶⁰⁷ LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas* – comentários à lei (arts. 1º a 120) cit., p. 592.

⁶⁰⁸ “As debêntures conversíveis em ações, cujos precedentes mais remotos situam-se no direito norte-americano, foram introduzidas no direito brasileiro pela Lei do Mercado de Capitais (Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965), estando atualmente reguladas pela Lei n. 6.404/76. Essa modalidade de debênture assegura ao seu titular o direito de convertê-la em ações da sociedade emitente” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 214).

⁶⁰⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial* cit., v. 2, p. 151.

⁶¹⁰ “Como consequência da aproximação jurídica e prática entre ações e quotas, e na ausência de impeditivo legal, não haveria razão para excluir, do sistema jurídico vigente, a possibilidade de os sócios criarem espécies e classes distintas de quotas, incorporando privilégios e preferências previstos na Lei das S.A. (e outros que não sejam *contra legem*) [...] As vantagens e privilégios a serem ofertados aos quotistas dependem do perfil de sócio investidor que se busca contemplar. Por exemplo: se o quotista pretende ter ingerência na administração, poderá ser titular da quota comum ou ordinária. Se por outro lado, o sócio procura uma alternativa rentável de alocação de seus recursos, sem interesse na condução dos negócios, poderá ser titular de uma classe ou espécie privilegiada de quotas, com dividendos prioritários, privilegiados, fixos ou mínimos, cumulativos ou não” (SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. *Das quotas preferenciais* cit., p. 546-547).

mercado e aquela prevista na debênture”.⁶¹¹ O mesmo autor também complementa afirmando que do ponto de vista econômico haveria duas razões principais para a emissão de debêntures conversíveis, como assim esclarece esse trecho de sua autoria:

Quais as razões para a emissão de debêntures conversíveis? Do ponto de vista econômico, entende-se que há 2 (duas) razões principais: (i) como se trata, na realidade, de um título de dívida, a conversão funciona como um “adoçante”, uma vantagem conferida ao seu tomador que permite à companhia emissora reduzir a taxa de juros; e (ii) a administração pode desejar captar recursos via emissão de ações, mas, como entende que sua cotação no mercado está baixa, com as debêntures conversíveis pode esperar que ela aumente, quando estão “forçará” a conversão, mediante o resgate ou a amortização dos títulos.⁶¹²

Nesse mesmo sentido, para Francisco Antunes Maciel Müssnich, essa modalidade de debêntures ao dar o exercício de preferência da conversão ao seu titular se mostra interessante aos investidores do mercado de capitais. É o que nos ensina sua lição:

A decisão pelo exercício do direito à conversão em geral recai sobre a opinião do investidor quanto se a companhia é lucrativa e se pagará a seus acionistas dividendos superiores à remuneração paga às debêntures, e se o custo a ser pago pelas ações quando de sua conversão é inferior ao seu valor de mercado. Por ser um direito potestativo, o titular da debênture conversível pode até mesmo optar por nunca convertê-la, se não julgar conveniente e oportuno. Tendo em vista que a debênture conversível em ações confere ao seu detentor um direito adicional, o seu valor certamente será superior àquelas que não dispõem dessa opção. E tanto mais será valorizada quanto maior for o dividendo pago aos acionistas pela companhia emissora e maior a diferença entre o custo para sua aquisição e o que se pode obter com a sua venda (valor de mercado).⁶¹³

Tratando-se do uso dessa modalidade de debêntures nas sociedades limitadas, além da criação de uma espécie de quota específica para a conversão (LSA, art. 57, inciso II), deve-se atentar para os demais requisitos que o art. 57 da Lei das S.A. determina, como, por exemplo: as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações (LSA, art. 57, inciso I); o prazo ou época para o exercício do direito à conversão (LSA, art. 57, inciso III) e as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita (LSA, art. 57, inciso IV).

⁶¹¹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 391.

⁶¹² *Ibidem*, p. 391-392.

⁶¹³ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures cit., p. 549-550.

Desse modo, como essa modalidade traz as características descritas acima que conferem vantagens tanto para os investidores do título,⁶¹⁴ como para a sociedade, também seria interessante o uso dessa espécie de debêntures para uma emissão por sociedades limitadas tanto por ofertas privadas como por ofertas públicas com esforços restritos, alterando-se, assim, a regra de proibição da emissão dessa espécie de debênture pela ICVM 476/2009.

5.5 Agente fiduciário dos debenturistas

Os investidores do título de debenturístico de uma companhia possuem certos direitos que necessitam ser resguardados e fiscalizados. De acordo com Modesto Carvalhosa, a defesa desses direitos “requer fiscalização permanente por pessoa habilitada, com as responsabilidades de administrador de bens de terceiro, independente da companhia e dos demais interessados na distribuição de debêntures e que não tenha interesses conflitantes com o dos debenturistas”.⁶¹⁵

Foi seguindo essa lógica que a figura do agente fiduciário foi introduzida em nosso ordenamento pela Lei das S.A. no ano de 1976. Anteriormente a lei acionária, o instituto era regulado pelo Decreto-Lei 781/1938 que era omissivo em relação ao agente fiduciário em si, estabelecendo apenas que a assembleia dos debenturistas poderia nomear um ou mais representantes para tratar dos direitos dos debenturistas.⁶¹⁶

Segundo Vera Helena de Mello Franco e Rachel Sztajn, a figura do agente fiduciário “foi no inspirada naquela do *trustee* do direito anglo-americano, aproximando-se da do *Treuhänder* (portador de confiança alheia) do direito alemão”. Não obstante, estas autoras anotam que essa assimilação é imperfeita, pois inexistente uma transferência fiduciária da coisa para o agente fiduciário como existe na figura do *trust* do direito americano, para as autoras, inexistente qualquer negócio fiduciário entre os debenturistas e essa figura.⁶¹⁷

⁶¹⁴ “A debênture conversível é, ao mesmo tempo, um título de renda fixa e um título de renda variável. O debenturista, ao adquirir uma debênture conversível, torna-se titular de um papel de crédito, e, como tal, credencia-se à percepção de juros e ao reembolso, em prazo certo, do capital aplicado, devidamente corrigido. Facultado-lhe é, todavia, permanecer nessa posição até o vencimento final da obrigação, ou, a seu critério, converter a debênture em ações, transmutando a sua posição de credor em uma posição de acionista” (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 214).

⁶¹⁵ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Sociedades anônimas* cit., p. 437.

⁶¹⁶ AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 238-239.

⁶¹⁷ “A acatar-se a lição de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro a expressão ‘fiduciário’ foi utilizada na lei apenas para dar ênfase à confiança existente entre o agente fiduciário e os debenturistas. A

Em sentido semelhante, José Edwaldo Tavares Borba exprime ideia nesse sentido, afirmando que o agente fiduciário deve ser entendido como uma figura inspirada no *trust* mas sem a transferência de propriedade, conforme nos ensina sua lição:

O agente fiduciário deve ser entendido como uma figura inspirada no *trust*, mas sem a conotação de transferência de propriedade, tanto que os títulos permanecem no domínio dos debenturistas; detém ele, no entanto, uma legitimação extraordinária, que decorre da lei, para adotar, judicial e extrajudicialmente, como se fora o proprietário, e portanto em nome próprio, todas as providências necessárias à plena realização dos créditos correspondentes aos títulos.⁶¹⁸

A própria exposição de motivos da Lei das S.A. nos traz que o instituto foi criado para uma maior proteção dos investidores do mercado, sendo a função do agente fiduciário dos debenturistas, tomando por modelo o “*trustee*” do direito anglo-saxão, sendo adaptado à nossa técnica jurídica.⁶¹⁹

Para Nelson Eizirik, a “função essencial do agente fiduciário é de representar o interesse comum dos debenturistas, zelando pela defesa de seus direitos”, e complementa que é “figura comum no Direito Comparado, que visa superar as dificuldades técnicas e financeiras que ocorreriam caso cada um dos debenturistas tivesse que defender seus interesses individuais”.⁶²⁰

O instituto está regulado nos arts. 66 a 70 da Lei das S.A., onde o agente fiduciário é indicado na escritura de emissão (LSA, art. 66),⁶²¹ sendo obrigatório nos casos de emissões públicas que são distribuídas ou admitidas à negociação no mercado (LSA, art. 61, § 1º),⁶²²⁻⁶²³ e nos casos de emissão pública com esforços restritos. Nas emissões privadas, o uso do instituto é facultativo apesar se usado com frequência nesse tipo de emissão, como ensina a lição de José Edwaldo Tavares Borba:

rigor a figura pode reduzida àquela de administrador de bens alheios” (FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários* cit., p. 130).

⁶¹⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 155.

⁶¹⁹ “Para maior proteção dos investidores do mercado, o Projeto prevê e regula a função do agente fiduciário dos debenturistas, tomando por modelo o ‘*trustee*’ do direito anglo-saxão, e adaptando-o à nossa técnica jurídica” (CVM. Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976 cit.).

⁶²⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 443.

⁶²¹ Lei 6.404/1976, art. 66: “O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures”.

⁶²² Lei 6.404/1976, art. 61: “A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições. § 1º A escritura de emissão, por instrumento público ou particular, de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado, terá obrigatoriamente a intervenção de agente fiduciário dos debenturistas (arts. 66 a 70)”.

⁶²³ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79 cit., p. 443.

Nas emissões privadas, não há a obrigatoriedade de designação de um agente fiduciário, conforme se deduz, *a contrario sensu*, do disposto no art. 61, § 1º, da Lei n. 6.404/76, onde se prevê essa exigência apenas para os casos de debêntures a serem “distribuídas ou admitidas à negociação no mercado”. Consequentemente, poderá a emissora, se a emissão for privada, deixar de designar agente fiduciário, mas, no futuro, se decidir distribuir essas debêntures ou parte delas no mercado, terá que convocar assembleia de debenturistas para que se efetive a designação. [...] A nomeação de um agente fiduciário afigura-se, pois, de grande conveniência, até mesmo para que os credores que se encontram vinculados pela comunhão de interesses, possam exercer, face à devedora, uma ação coordenada e consistente. Na prática, mesmo em emissões privadas, tem sido frequente a designação de agente fiduciário, salvo quando os debenturistas correspondem a um número efetivamente irrisório de titulares, hipótese em que a atuação conjunta e ordenada se mostra factível.⁶²⁴

Nas emissões de debêntures por sociedades limitadas, como já nos posicionamos no sentido de que esse tipo societário estaria apto e legitimado a emitirem tais títulos de forma privada e por ofertas públicas com esforços restritos, seria também interessante que os debenturistas desse tipo de sociedade se valessem da figura do agente fiduciário como forma de resguardar e fiscalizar seus direitos. Seria imprescindível e necessário, portanto, que as sociedades limitadas que desejassem emitir debêntures por esses dois tipos de oferta designassem, na escritura de emissão, um agente fiduciário para resguardar os direitos dos debenturistas.

Diante disso, seria necessário que a sociedade limitada utilizasse e se adequasse às regras dos arts. 66 a 70 da Lei das S.A. para o uso do instituto do agente fiduciário. A princípio, a sociedade limitada deveria se atentar a quem poderia ser nomeado para tal função pois de acordo com o art. 66 da lei acionária somente podem ser designados para tal atribuição as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros (LSA, art. 66, § 1º),⁶²⁵ sendo que o próprio artigo também dispõe sobre quem não está autorizado a exercer tal função (LSA, art. 66, parágrafo terceiro).⁶²⁶

⁶²⁴ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures* cit., p. 161-162.

⁶²⁵ Lei 6.404/1976, art. 66: “[...] § 1º Somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros”.

⁶²⁶ Lei 6.404/1976, art. 66: “[...] §3º Não pode ser agente fiduciário: a) 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; b) instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a

Além das regras de nomeação do agente fiduciário, a sociedade limitada também deverá se ater as normas sobre a substituição, remuneração e fiscalização (LSA, art. 67) dos agentes,⁶²⁷ seus deveres e atribuições (LSA, art. 68),⁶²⁸ outras funções (LSA, art. 69)⁶²⁹ e a substituição de garantias e modificação da escritura (LSA, art. 70).⁶³⁰

A designação de um agente fiduciário de debenturistas para as emissões de debêntures em sociedades limitadas, nos mesmos formatos das companhias, se apresenta como um importante pressuposto para que esse tipo societário traga a segurança necessária aos investidores desse título numa possível emissão.

emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada; c) credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ele controlada; d) instituição financeira cujos administradores tenham interesse na companhia emissora; e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função”.

⁶²⁷ Lei 6.404/1976, art. 67: “A escritura de emissão estabelecerá as condições de substituição e remuneração do agente fiduciário, observadas as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários fiscalizará o exercício da função de agente fiduciário das emissões distribuídas no mercado, ou de debêntures negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, podendo: a) nomear substituto provisório, nos casos de vacância; b) suspender o agente fiduciário de suas funções e dar-lhe substituto, se deixar de cumprir os seus deveres”.

⁶²⁸ Lei 6.404/1976, art. 68: “O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora. § 1º São deveres do agente fiduciário: a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens; b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão. § 2º A escritura de emissão disporá sobre o modo de cumprimento dos deveres de que tratam as alíneas b e c do parágrafo anterior. § 3º O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia: a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios; b) executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas; c) requerer a falência da companhia emissora, se não existirem garantias reais; d) representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora, salvo deliberação em contrário da assembleia dos debenturistas; e) tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos. § 4º O agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções. § 5º O crédito do agente fiduciário por despesas que tenha feito para proteger direitos e interesses ou realizar créditos dos debenturistas será acrescido à dívida da companhia emissora, gozará das mesmas garantias das debêntures e preferirá a estas na ordem de pagamento. § 6º Serão reputadas não-escritas as cláusulas da escritura de emissão que restringirem os deveres, atribuições e responsabilidade do agente fiduciário previstos neste artigo”.

⁶²⁹ Lei 6.404/1976, art. 69: “A escritura de emissão poderá ainda atribuir ao agente fiduciário as funções de autenticar os certificados de debêntures, administrar o fundo de amortização, manter em custódia bens dados em garantia e efetuar os pagamentos de juros, amortização e resgate”.

⁶³⁰ Lei 6.404/1976, art. 70: “A substituição de bens dados em garantia, quando autorizada na escritura de emissão, dependerá da concordância do agente fiduciário. Parágrafo único. O agente fiduciário não tem poderes para acordar na modificação das cláusulas e condições da emissão”.

5.6 Uso dos procedimentos da Instrução CVM 480/2009

A ICVM 480/2009, além de tratar do registro, traz os procedimentos para que as companhias previamente registradas na CVM (ICVM 480/2009, art. 1º)⁶³¹ possam negociar seus valores mobiliários em mercados regulamentados. Não obstante essa instrução tratar sobre a emissão pública de títulos, acreditamos que, para uma possível emissão de debêntures por sociedades limitadas, tanto de forma privada como por oferta pública com esforços restritos, a adequação e utilização de certas normas e procedimentos da ICVM 480/2009 seria também um pressuposto necessário e imprescindível para essas ofertas.

De início, nas ofertas privadas, onde o poder de fiscalização das CVM não ocorre por ser um negócio que, como anotado, é regido pela autonomia privada e pelos princípios da liberdade de contratar e da livre iniciativa, as sociedades limitadas deveriam se ater às obrigações que cada emissor possui como: a (i) a divulgação de informações verdadeiras, completas e consistentes que não induzam o investidor a erro (ICVM 480/2009, art. 14); (ii) a necessidade de que todas as informações divulgadas pelo emissor sejam escritas em linguagem simples, objetiva e concisa (ICVM 480/2009, art. 15); (iii) a necessidade de que as informações sejam divulgadas de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado (ICVM 480/2009, art. 16); (iv) que todas as informações fornecidas pelo emissor sejam úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos (ICVM 480/2009, art. 17); (v) a necessidade de que sempre que a informação divulgada pelo emissor for válida por um prazo determinável, tal prazo ser indicado (ICVM 480/2009, art. 18); e (vi) que todas as informações factuais divulgadas sejam diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas (ICVM 480/2009, art. 19) e, sempre que possível e adequado, que as informações factuais sejam acompanhadas da indicação de suas fontes (ICVM 480/2009, art. 19, parágrafo único). Também seria necessário a divulgação de projeções e estimativas (ICVM 480/2009, art. 20)⁶³² e a divulgação das informações periódicas (ICVM 480/2009, art. 21), sendo que,

⁶³¹ ICVM 480/2009, art. 1º: “A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM”.

⁶³² ICVM 480/2009, art. 20: “A divulgação de projeções e estimativas é facultativa. § 1º Caso o emissor decida divulgar projeções e estimativas, elas devem ser: I – incluídas no formulário de referência; II – identificadas como dados hipotéticos que não constituem promessa de desempenho; III – razoáveis; e IV – vir acompanhadas das premissas relevantes, parâmetros e metodologia adotados. § 2º As projeções e estimativas devem ser revisadas periodicamente, em intervalo de tempo adequado ao objeto da projeção, que, em nenhuma hipótese, deve ultrapassar 1 (um) ano. § 3º O emissor deve divulgar, no campo apropriado do formulário de referência, que realizou alterações nas premissas relevantes, parâmetros e metodologia de projeções e estimativas anteriormente divulgadas. § 4º Caso projeções e estimativas sejam divulgadas, o emissor deve, trimestralmente, no campo apropriado do formulário de informações trimestrais – ITR e no

neste caso, as informações não seriam enviadas para a CVM, mas sim, para os investidores das debêntures emitidas por oferta privada.

Ademais, seria igualmente imprescindível enviar aos investidores, além das demonstrações financeiras que devem ser, como já nos posicionamos, nos mesmos formatos das companhias, na data que forem colocadas ao público, os documentos previstos no art. 25 da instrução que são constituídos por: (i) relatório da administração; (ii) relatório do auditor independente; (iii) parecer do conselho fiscal ou órgão equivalente, se houver, acompanhado de eventuais votos dissidentes; (iv) proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver; (v) declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordaram com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões, em caso de discordância; (vi) a declaração dos diretores responsáveis por fazer elaborar as demonstrações financeiras nos termos da lei ou do estatuto social de que reviram, discutiram e concordaram com as demonstrações financeiras; (vii) o relatório anual resumido, caso o emissor adote o comitê de auditoria estatutário previsto na regulamentação específica; e (viii) se houver, parecer ou relatório de comitê de auditoria que trate das demonstrações financeiras, ainda que tal comitê não seja estatutário (ICVM 480/2009, art. 25).

Por fim, as sociedades limitadas também deveriam elaborar um formulário eletrônico de informações trimestrais (ICM 480/2009, art. 29)⁶³³ para enviar aos investidores do título, por meio de sistema eletrônico e também as informações eventuais dispostas no art. 30 da ICVM 480/2009, como, por exemplo, os editais de convocação de assembleias gerais extraordinárias, especiais e de debenturistas, no mesmo dia de sua publicação; as atas de reuniões do conselho de administração, desde que contenham deliberações destinadas a

formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DFP, confrontar as projeções divulgadas no formulário de referência e os resultados efetivamente obtidos no trimestre, indicando as razões para eventuais diferenças. § 5º Sempre que as premissas de projeções e estimativas forem fornecidas por terceiros, as fontes devem ser indicadas”.

⁶³³ ICVM 480/2009, art. 29: “Ao final de cada trimestre, a diretoria fará elaborar o formulário de informações trimestrais – ITR, documento eletrônico que deve ser: I – preenchido com os dados das informações contábeis trimestrais elaboradas de acordo com as regras contábeis aplicáveis ao emissor, nos termos dos arts. 25 a 27 da presente Instrução; e II – entregue pelo emissor no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias contados da data de encerramento de cada trimestre. § 1º O formulário de informações trimestrais – ITR deve ser acompanhado de: I – relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM; e II – declaração dos diretores nos termos dos incisos V e VI do § 1º do art. 25 desta Instrução § 2º O formulário de informações trimestrais – ITR dos emissores registrados na categoria A deve conter informações contábeis consolidadas sempre que tais emissores estejam obrigados a apresentar demonstrações financeiras consolidadas, nos termos da Lei n. 6.404, de 1976. § 3º O formulário de informações trimestrais – ITR referente ao último trimestre de cada exercício não precisa ser apresentado”.

produzir efeitos perante terceiros e os acordos de acionistas e outros pactos societários arquivados no emissor.

Tratando-se de uma emissão de debêntures por oferta pública com esforços restritos, a sociedade limitada deverá, além de se ater aos procedimentos supradescritos, enviar às informações requisitadas pela ICVM 480/2009 para a própria CVM e se adequar também às normas e procedimentos da ICVM 476/2009, que trata, como anotado, desse tipo de oferta.

A adequação e utilização dos procedimentos da ICVM 480/2009 traria uma maior segurança aos investidores do título debenturístico, numa emissão por sociedade limitada, pela segurança que essa instrução tenta assegurar nas ofertas e para o mercado como um todo.

5.7 O novo regime jurídico das notas comerciais instituído pela Lei 14.195/2021

Como anotado, as notas comerciais, também conhecidas como notas promissórias comerciais ou *commercial papers* são valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 2º, inciso, VI) que se assemelham às debêntures, tratando-se de um título de crédito que a sociedade tem a opção de emitir como opção de financiamento (Lei 14.195/2021, art. 45) mas, diferentemente daquelas, não necessitam de registro nas juntas comerciais.

Com o atual momento que o país passa de revisão normativa em matéria econômica e de negócios, que teve início com a instituição da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019), foi promulgada a Lei 14.195, de 26 de agosto de 2021, onde foi estabelecido um novo regime jurídico para as notas comerciais que antes eram regulamentadas apenas pela ICVM 566/2015, tentando-se aproximar, mais ainda, este do regime das debêntures. Diante disso, além de certos aspectos comuns com as debêntures já descritos neste trabalho, as notas comerciais passaram a ter: (i) suas características constantes do seu termo constitutivo (Lei 14.195/2021, art. 47);⁶³⁴ (ii) a possibilidade de uma mesma série possuir valor nominal igual e conferir a seus titulares os mesmos direitos (Lei

⁶³⁴ Lei 14.195/2021, art. 47: “A nota comercial terá as seguintes características, que deverão constar de seu termo constitutivo: I – a denominação “Nota Comercial”; II – o nome ou razão social do emitente; III – o local e a data de emissão; IV – o número da emissão e a divisão em séries, quando houver; V – o valor nominal; VI – o local de pagamento; VII – a descrição da garantia real ou fidejussória, quando houver; VIII – a data e as condições de vencimento; IX – a taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização; X – a cláusula de pagamento de amortização e de rendimentos, quando houver; XI – a cláusula de correção por índice de preço, quando houver; e XII – os aditamentos e as retificações, quando houver”.

14.195/2021, art. 47, § 1º);⁶³⁵ (iii) o uso de assembleia de debenturistas, nos mesmos formas da Lei das S.A. no caso de alteração das características do título (Lei 14.195/2021, art. 47, §§ 2º e 3º);⁶³⁶ (iv) a sua caracterização como título executivo extrajudicial (Lei 14.195/2021, art. 48);⁶³⁷ (v) o seu vencimento no caso de inadimplemento da obrigação constante do termo de emissão (Lei 14.195/2021, art. 48, parágrafo único);⁶³⁸ (vi) a possibilidade da CVM requerer certos requisitos adicionais, como um agente fiduciário, no caso de emissão pública do título (Lei 14.195/2021, art. 50, incisos I e II);⁶³⁹ e (vii) a possibilidade de emissão privada do título caso sejam seguidos alguns requisitos (Lei 14.195/2021, art. 51).⁶⁴⁰

Como anotado, além das companhias, as sociedades limitadas e cooperativas podem emitir notas comerciais (Lei 14.195/2021, art. 46 e ICVM 566/2015, art. 2º), o que se poderia levar a crer que seu uso seria mais adequado para as limitadas, como forma de financiamento, do que as debêntures, que não possuem regulação e autorização expressa para esse tipo societário e como defendido neste trabalho. Não obstante tal concepção, não concordamos com tal posicionamento pelos motivos expostos adiante.

Apesar de serem títulos que se assemelham, as notas comerciais não são debêntures e possuem certas diferenças. Mesmo que a Lei 14.195/2021 tenha tentado assemelhar os

⁶³⁵ Lei 14.195/2021, art. 47: “[...] §1º As notas comerciais de uma mesma série terão igual valor nominal e conferirão a seus titulares os mesmos direitos”.

⁶³⁶ Lei 14.195/2021, art. 47: “§ 2º A alteração das características a que se refere o caput deste artigo dependerá de aprovação da maioria simples dos titulares de notas comerciais em circulação, presentes em assembleia, se maior quórum não for estabelecido no termo de emissão. § 3º Aplica-se à convocação e ao funcionamento da assembleia prevista no § 2º deste artigo, entre outros aspectos, o disposto na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre assembleia geral de debenturistas”.

⁶³⁷ Lei 14.195/2021, art. 48: “A nota comercial é título executivo extrajudicial, que pode ser executado independentemente de protesto, com base em certidão emitida pelo escriturador ou pelo depositário central, quando esse título for objeto de depósito centralizado”.

⁶³⁸ Lei 14.195/2021, art. 48: “Parágrafo único. A nota comercial poderá ser considerada vencida na hipótese de inadimplemento de obrigação constante do respectivo termo de emissão”.

⁶³⁹ Lei 14.195/2021, art. 50: “A Comissão de Valores Mobiliários poderá estabelecer requisitos adicionais aos previstos nesta Lei, inclusive a eventual necessidade de contratação de agente fiduciário, relativos à nota comercial que seja: I – ofertada publicamente; ou II – admitida à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários”.

⁶⁴⁰ Lei 14.195/2021, art. 51: “Nas distribuições privadas, o serviço de escrituração deverá ser efetuado em sistemas que atendam aos seguintes requisitos: I – comprovação da observância de padrões técnicos adequados, em conformidade com os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro do Bank for International Settlements (BIS), inclusive no que diz respeito à segurança, à governança e à continuidade de negócios; II – garantia de acesso integral às informações mantidas por si ou por terceiros por elas contratados para realizar atividades relacionadas com a escrituração; III – garantia de acesso amplo a informações claras e objetivas aos participantes do mercado, sempre observadas as restrições legais de acesso a informações; e IV – observância de requisitos e emprego de mecanismos que assegurem a interoperabilidade com os demais sistemas de escrituração autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários. § 1º As instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração não poderão escriturar títulos em que sejam participantes como credoras ou emissoras, direta ou indiretamente. § 2º A oferta privada de nota comercial poderá conter cláusula de conversibilidade em participação societária, exceto em relação às sociedades anônimas”.

regimes desses dois valores mobiliários, a debênture ainda possui certas vantagens em detrimento das notas comerciais.

Em primeiro lugar, por ser a debênture um negócio jurídico mais antigo e conhecido, os investidores, tanto sofisticados ou profissionais como pessoas físicas comuns, estariam mais familiarizados com esses títulos. Desse modo, o volume de negociação ainda é, e continuará sendo, maior do que o das notas comerciais, fazendo que sua emissão por sociedades comerciais ainda seja vantajosa pelo mercado existente dessa espécie de valor mobiliário.

Também é necessário salientar que apesar da tentativa de aproximação dos regimes entre as debêntures e as notas comerciais, estas ainda se mostram como títulos de segunda linha, pelo fato de que, como demonstrado acima, carecem de mercado próprio e de um maior número de investidores que optem por investir neste instrumento de financiamento da empresa. Como anotado, esse valor mobiliário sofre com a competição com os títulos públicos que são considerados mais seguros e conhecidos, e as próprias empresas minam o desenvolvimento desses títulos no Brasil dando preferência ao sistema financeiro para a busca de crédito.⁶⁴¹

Outra característica marcante que faz com que a nota comercial seja preterida em vez das debêntures é a falta de preferência no caso da falência da sociedade emissora, como bem observa Norma Jonssen Parente

[...] um dos principais inibidores desse mercado é o arcabouço institucional que o cerca, já que se trata de um título de dívida sem preferência em caso de falência da companhia, o que significa que créditos trabalhistas ou fiscais, por exemplo, seriam pagos antes, fator de elevação de risco a ser considerado na hora da aplicação.⁶⁴²

Apesar da Lei 14.195/2021 dar às sociedades limitadas mais uma forma de financiamento mediante notas comerciais, acreditamos que melhor teria sido a permissão expressa do uso das debêntures por esse tipo societário. O novo regime jurídico desse título só corrobora nossa posição de que as debêntures seriam a melhor forma de financiamento empresarial para o tipo societário mais utilizado em nosso ordenamento.

⁶⁴¹ PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais cit., p. 224.

⁶⁴² Ibidem, p. 224.

5.8 *Disclosure, compliance* e transparência de informações aos debenturistas

Além dos pressupostos analisados acima para uma possível emissão de debêntures por sociedades limitadas, tanto de forma privada como por ofertas públicas com esforços restritos, acreditamos que outra exigência para o lançamento dos títulos seria a necessidade de transparência na divulgação de informações sobre a sociedade e o negócio envolvendo as debêntures, bem como a instalação de um departamento de *compliance* na sociedade.

Segundo Rachel Sztajn, as “assimetrias informacionais interferem no processo decisório em sociedades tanto nas relações internas, entre sócios, quanto nas que a sociedade, pessoa jurídica, possa ter com terceiros”, o que pode interferir nos ganhos e perdas da empresa.⁶⁴³ Para a autora, a “análise da função da informação no direito societário deve ser analisando sob duas vertentes: a voltada para as relações internas e as destinadas a pessoas indeterminadas, no caso de relações com terceiros, as de mercado”,⁶⁴⁴ o que torna, desse modo, a questão da informação de suma importância para as sociedades mercantis e sua relação com os valores mobiliários e o mercado de capitais.

Nesse sentido, para que a sociedade passe credibilidade e segurança nas informações que divulga a todos que se relacionam com ela, como, por exemplo, os investidores de um título debenturístico, faz-se necessário o uso de boas práticas de governança corporativa.⁶⁴⁵ De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”), entende-se por governança corporativa o “sistema pelo qual as empresas e as demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”.⁶⁴⁶⁻⁶⁴⁷

⁶⁴³ SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação cit., p. 217.

⁶⁴⁴ Ibidem, p. 217.

⁶⁴⁵ “Embora não prevista de forma expressa na legislação, decisões que possam afetar o bem-estar da comunidade devem ser informadas. Práticas de boa governança, transparência dos fundamentos que interessam a todos os membros da sociedade, levam a informação para o centro das decisões gerenciais” (Ibidem, p. 220).

⁶⁴⁶ IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 20. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 24 set. 2021.

⁶⁴⁷ “O que chamamos de ‘governança corporativa’ diz respeito à maneira pela qual as sociedades são dirigidas e controladas, incluindo suas regras explícitas e tácitas, com destaque para o relacionamento entre seus principais personagens: diretoria, conselho de administração e acionistas. Trata-se de um tema que exige uma abordagem multidisciplinar, englobando áreas como ética empresarial, gestão, liderança, psicologia social, direito, economia, finanças, contabilidade, entre outras” (SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2105. p. 3).

Para Alexandre Di Miceli da Silveira, a governança corporativa, em última instância, “visa criar, nas empresas, um ambiente no qual as pessoas procurem voluntariamente cumprir as regras e tomar decisões no melhor interesse comum de longo prazo da organização” e complementa que “para os públicos externos, o movimento de governança procura ainda fazer com que as empresas sejam transparentes e sustentáveis em relação a seus resultados financeiros e impactos não financeiros”, tendo como objetivo resguardar o pleno exercício dos direitos dos sócios.⁶⁴⁸

São considerados princípios básicos de governança corporativa, segundo o IBGC: (i) transparência, que pode ser compreendida como o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos, não devendo se restringir às informações econômico-financeiras, mas também gerenciais; (ii) equidade, que é caracterizada pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (“*stakeholders*”), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades e justificativas; (iii) prestação de contas, também conhecido como “*accountability*”, onde os agentes da governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, onde é assumido as consequências de seus atos e omissões de acordo com sua diligência e responsabilidade; e (iv) responsabilidade corporativa, compreendida como a responsabilidade dos agentes da governança zelarem pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzindo as externalidades negativas do negócio e suas operações e aumentando as positivas, sempre levando em consideração o modelo de negócio e os diversos fatores como, por exemplo, o financeiro, intelectual, humano, social e ambiental.⁶⁴⁹

Para Rachel Sztajn, na governança corporativa as regras de transparência na prestação de informações são enfatizadas e o respeito as normas contábeis e ao princípio de que os agentes devem responder pelos seus atos promove práticas administrativas mais transparentes, conforme nos ensina sua lição:

Em governança corporativa, ou *corporate governance*, enfatizam-se regras de transparência na prestação de informações e *accountability*. Respeito a normas contábeis e a o princípio do *comply or explain*, (se não fizer, explique porque ou responda pelos resultados) promove práticas administrativas mais transparentes, melhor formulação de políticas

⁶⁴⁸ SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática* cit., p. 3.

⁶⁴⁹ IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa* cit., p. 20-21.

gerenciais e adoção de medidas administrativas de incentivos que tentam reduzir custos de monitoramento.⁶⁵⁰

Desse modo, além de ter como princípio a transparência nas informações, a governança corporativa, quando aplicada numa sociedade comercial, ajuda a dar credibilidade e segurança na divulgação das informações sobre a sociedade e seus negócios pelas práticas e ideologia de boa gestão que esse sistema fornece, o que, diante das informações sobre valores mobiliários como as debêntures se torna essencial.

Além de boas práticas de governança como a transparência na divulgação de informações, também seria necessário e imprescindível para as sociedades limitadas que pretendessem emitir debêntures possuíssem um departamento de *compliance*. O termo “*compliance*”, de acordo com Carla Veríssimo, pode ser compreendido como “um substantivo que significa concordância com o que é ordenado; *compliant* é aquele que concorda com alguma coisa, e *to comply with* significa obedecer”,⁶⁵¹ e pode ser caracterizado, conforme Lothar Kuhlen, como “as medidas pelas quais as empresas pretendem assegurar-se que as regras vigentes para elas e para seus funcionários sejam cumpridas, que as infrações se descubram e eventualmente sejam punidas”.⁶⁵²

Um programa de *compliance* tem como objetivo estabelecer mecanismos e procedimentos para o cumprimento da legislação por toda a sociedade e visa diminuir as possibilidades de que algum ilícito ocorra nela por meio de ferramentas que possibilitem sua identificação e solução.⁶⁵³⁻⁶⁵⁴ Dessarte, nas empresas que se possuem um departamento e um programa de *compliance* estabelecidos, a probabilidade de atos ilícitos ocorrerem são minimizadas e, caso ocorram, possuem uma maior chance de serem solucionados de forma menos danosa para a sociedade.

⁶⁵⁰ SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação cit., p. 223.

⁶⁵¹ VERÍSSIMO, Carla. *Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 90.

⁶⁵² KUHLEN, Lothar. Cuestiones fundamentales de compliance y derecho penal. In: KUHLEN, Lothar; PABLO MONTIEL, Juan; URBINA GIMENO, Íñigo Ortiz. *Compliance y teoría del derecho penal*. Madrid: Marcial Pons, 2013. p. 51. *Apud* VERÍSSIMO, Carla. *Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção* cit., p. 91.

⁶⁵³ MENDES, Francisco Schertel; CARVALHO, Vinicius Marques de. *Compliance: concorrência e combate à corrupção*. São Paulo: Trevisan Editora, 2017. p. 31.

⁶⁵⁴ “O *compliance* tem objetivos tanto preventivos como reativos. Visa a prevenção de infrações legais em geral assim como a prevenção dos riscos legais e reputacionais aos quais a empresa está sujeita, na hipótese de que essas infrações se concretizem. Além disso, impõe à empresa o dever de apurar condutas ilícitas em geral, assim como as que violam as normas da empresa, além de adotar medidas corretivas e entregar os resultados de investigações internas às autoridades, quando for o caso” (VERÍSSIMO, Carla. *Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção* cit., p. 91).

Assim, nas sociedades que emitem ou pretendem emitir valores mobiliários, questões como a prática da governança corporativa, especificamente, a transparência na divulgação de informações com relação a toda sociedade e seus negócios devem ser observadas e praticadas. Além disso, a instituição de um departamento e programa de *compliance* também são necessários e imprescindíveis para que atos ilícitos sejam evitados e, caso ocorram, solucionados de forma rápida, trazendo mais segurança a todos que se relacionam com a sociedade.

A adoção dessas medidas descritas acima se apresenta como pressupostos e exigências necessários e essenciais para que uma emissão de debêntures numa sociedade limitada possa ocorrer de forma a trazer a segurança necessária para o mercado e seus investidores.

5.9 Emissão de debêntures com esforços restritos por companhias fechadas

Como já anotado, nos posicionamos no sentido de que as sociedades limitadas estariam aptas e legitimadas a emitir debêntures de forma privada e mediante ofertas públicas com esforços restritos. Sendo assim, trazemos, adiante, casos de emissões de debêntures por companhias fechadas que, como já demonstrado, se equiparariam às sociedades limitadas que possuem a regência supletiva pelas normas da Lei das S.A. e estruturas similares para uma emissão.

A primeira companhia que trazemos, a Fortbras S.A., se trata de uma sociedade anônima de capital fechado especializada no varejo e comercialização de autopeças elétricas, mecânicas e motopeças.⁶⁵⁵ No dia 28 de fevereiro de 2020, a assembleia geral extraordinária da companhia aprovou por unanimidade a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, por uma oferta pública com esforços restritos (ICVM 476/2009), no valor de R\$ 140.000.000,00 (cento e quarenta milhões de reais), sendo aprovadas a emissão de 140.000 debêntures de valor nominal e unitário de R\$ 1.000,00 (mil reais).⁶⁵⁶

Segundo a assembleia que a aprovou a emissão, a destinação dos recursos que seriam captados por meios das debêntures seria, prioritariamente, para o pagamento antecipado de parte do preço, conforme definido em contrato de compra e venda de quotas, devido pela

⁶⁵⁵ FORTBRAS. Sobre a Fortbras. Disponível em: <https://fortbras.com.br/nossa-historia>. Acesso em: 27 set. 2021.

⁶⁵⁶ IMPRENSA OFICIAL. *Diário Oficial Empresarial*. Disponível em: http://diariooficial.imprensaoficial.com.br/doflash/prototipo/2020/Mar%C3%A7o/12/empresarial/pdf/pg_0003.pdf. Acesso em: 27 set. 2021.

companhia à determinados sócios vendedores, em contrapartida à aquisição das quotas representativas do capital social de cinco sociedades limitadas pela companhia, e, em caso de saldo remanescente, para recomposição do caixa da sociedade.

A segunda sociedade anônima de capital fechado que trazemos e que autorizou, recentemente, a emissão debêntures por uma oferta pública com esforços restritos foi a Cidade Maravilhosa Indústria e Comércio de Roupas S.A., empresa do ramo do varejo de roupas e que faz parte de um dos maiores grupos de moda do Brasil.⁶⁵⁷ De acordo com a ata da assembleia geral extraordinária, realizada no dia 14 de setembro de 2021, foi autorizado a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e de espécie quirografária, mediante uma oferta pública com esforços restritos (ICVM 476/2009), no valor de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), tendo como garantia adicional fidejussória uma prestação de fiança.⁶⁵⁸

Outra companhia fechada que também autorizou recentemente a emissão de debêntures por meio de uma oferta pública com esforços restritos foi a Sotran Logística e Transporte S.A., empresa do setor de logística do estado do Paraná.⁶⁵⁹ Nessa sociedade, em ata da assembleia geral extraordinária datada de 16 de agosto de 2021, foi autorizado a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, e com garantia real, por meio de oferta pública com esforços restritos (ICVM 476/2009), no valor de R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais).⁶⁶⁰

Por último, a Best Center Empreendimentos e Participações S.A., companhia fechada, que atua como incorporada e administradora de imóveis comerciais com foco no varejo de conveniência,⁶⁶¹ autorizou, mediante assembleia geral extraordinária, a emissão de debêntures por meio de oferta pública com esforços restritos. Segundo a ata da assembleia realizada em 14 de setembro de 2021, foi aprovado a emissão de debêntures simples, não conversíveis em

⁶⁵⁷ IBERIAN LAWYER. Cescon Barrieu assists underwriter in debentures issue by Cidade Maravilhosa. Disponível em: <https://www.iberianlawyer.com/latin-america/news-latin-america/13952-cescon-barrieu-assists-underwriter-in-debentures-issue-by-cidade-maravilhosa>. Acesso em: 27 set. 2021.

⁶⁵⁸ DIÁRIO OFICIAL. Atas certidões e demonstrações. Disponível em: http://www.ioerj.com.br/portal/modules/conteudoonline/mostra_edicao.php?k=63E8A16D-113P4-4395-A6CF-1A677B4B8BA4. Acesso em: 27 set. 2021.

⁶⁵⁹ SOTRAN. Se você está procurando pela Sotran. Disponível em: <https://www.sotran.com.br/empresa/>. Acesso em: 27 set. 2021.

⁶⁶⁰ DEBENTURES. Características das debêntures públicas. Disponível em: http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/emissoesdedebentures/caracteristicas_d.asp?selecao=SOTR11&tip_deb=publicas. Acesso em: 27 set. 2021.

⁶⁶¹ BESTCENTER. A empresa. A maior incorporadora e administradora de centros de conveniência no Brasil. Disponível em: <https://www.bestcenter.com.br/quem-somos/>. Acesso em: 27 set. 2021.

ações, e com garantia quirografária, mediante oferta pública com esforços restritos (ICVM 476/2009), no valor de R\$ 310.000.000,00 (trezentos e dez milhões de reais).⁶⁶²

Através das ofertas descritas acima, podemos concluir que a emissão de debêntures, por intermédio de ofertas públicas com esforços restritos, está sendo utilizada de forma frequente pelas companhias fechadas nacionais como forma de autofinanciamento, o que, demonstra, a possibilidade de uso desse tipo de oferta também para as sociedades limitadas que estariam equiparadas a esse tipo de companhia.

5.10 Emissão de debêntures por sociedade limitada no direito estrangeiro

A questão da emissão de debêntures por sociedades limitadas é pacificada em diversos ordenamento jurídicos.

No direito norte-americano, cada estado possui sua legislação sobre direito societário,⁶⁶³ sendo a *Limited Liability Company*, ou “LLC”, o tipo societário que mais se assemelha à nossa sociedade limitada pois seus membros, administram o negócio por meio de um contrato, não são responsáveis pessoalmente pelas dívidas da sociedade e suas quotas não são livremente transferíveis.⁶⁶⁴ Não obstante, podemos encontrar, no *Securities Act*, lei federal do ano de 1933, a maior parte da regulação sobre valores mobiliários.

Nessa lei, a definição do que são esses títulos, chamados de “*securities*”, podem ser compreendidos de acordo com a “Sec. 2” a título exemplificativo, como qualquer nota, ação, ação em tesouraria, debêntures, títulos, comprovantes de endividamento ou contrato de investimento que uma pessoa pode emitir (*Securities Act of 1933*, Sec. 2, [77B], (a), (1), (2) e (4)).⁶⁶⁵

⁶⁶² DEBENTURES. Características das debêntures públicas cit.

⁶⁶³ PALMITER, Alan R. *Corporations: examples and explanations*. 6. ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 2009. p. 8.

⁶⁶⁴ “[...] (LLC) – a hybrid entity between a corporation and a partnership. Like a GP, the members of the LLC provide capital and manage the business according to their agreement; their interests generally are not freely transferable. Like a corporation, members are not personally liable for debts of the LLC entity” (PALMITER, Alan R. *Corporations: examples and explanations* cit., p. 27).

⁶⁶⁵ “(1) The term ‘security’ means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the

Desse modo, por não haver uma lei federal sobre as LLC, não há uma proibição expressa de âmbito federal dispondo que esse tipo societário não poderá emitir títulos ou obrigações semelhantes às debêntures como forma de autofinanciamento, o que está vedado é a emissão desses títulos de forma pública como as companhias estão autorizadas, por exemplo, numa emissão de ações no mercado.⁶⁶⁶⁻⁶⁶⁷

Já no direito inglês, o *Companies Act* do ano de 2006, legislação societária do Reino Unido, permite que as *Limited Liability Partnerships* (“LLP”), tipo societário similar às LLC

value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” (“(1) O termo ‘título’ significa qualquer nota, ação, tesouraria ações, títulos futuros, troca baseada em títulos, títulos, debêntures, comprovante de endividamento, certificado de interesse ou participação em qualquer acordo de participação nos lucros, certificado de fideicomisso colateral, certificado de pré-organização ou assinatura, ação transferível, contrato de investimento, certificado de confiança de voto, certificado de depósito para uma garantia, juros não divididos fracionários em petróleo, gás ou outros direitos minerais, qualquer opção de compra, venda, ou atitude indecisa, opção ou privilégio em qualquer título, certificado de depósito ou grupo ou índice de títulos (incluindo qualquer interesse nele ou com base no valor disso), ou qualquer opção de compra, venda, ou atitude indecisa, opção ou privilégio inserido em uma bolsa de valores nacional relacionada a moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como um ‘título’, ou qualquer certificado de interesse ou participação em, certificado temporário ou provisório para, recibo de, garantia de, ou mandado ou direito de subscrever ou comprar qualquer um dos títulos anteriores”); “(2) The term ‘person’ means an individual, a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, any unincorporated organization, or a government or political subdivision thereof. As used in this paragraph the term ‘trust’ shall include only a trust where the interest or interests of the beneficiary or beneficiaries are evidenced by a security.” (“(2) O termo ‘pessoa’ significa um indivíduo, uma empresa, uma parceria, uma associação, uma sociedade por ações, um fundo, qualquer organização não incorporada ou um governo ou subdivisão política do mesmo. Conforme usado neste parágrafo, o termo fideicomisso deve incluir apenas um fideicomisso onde o interesse ou interesses do beneficiário ou beneficiários são evidenciados por um título.”); “(4) The term ‘issuer’ means every person who issues or proposes to issue any security [...]” (“(4) O termo ‘emissor’ significa toda pessoa que emite ou propõe a emissão de qualquer título [...]”) (tradução nossa) (EUA. *Companies Act of 1933*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁶⁶ “Limited liability companies (LLC) give debt securities in the form of a bond that would be like an LLC stock, which is used to attract financing and is issued through an investment bank that specializes in debt instruments. An LLC has a legal structure as both a partnership and corporation. Identification as a corporation is for tax purposes only. State LLC statutes have slight variations from state to state, but no state allows an LLC to issue stocks like that of an S- or C- corporation which are the only companies permitted to do so. The system of bond issuance has more of a complex structure than that of issuing a stock share” (UPCOUNSEL. LLC Stock. Disponível em: <https://www.upcounsel.com/llc-stock>. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁶⁷ “[...] no direito norte-americano, os instrumentos de dívida apresentam três tipos principais: *bonds*, *debentures* e *notes*. São valores mobiliários que têm a natureza de *promissory notes* com cláusulas mais elaboradas se comparadas com os empréstimos comuns obtidos junto às instituições financeiras. Normalmente, são utilizados como instrumentos financeiros de longo prazo” (AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures* cit., p. 37).

do direto americano e à nossa sociedade limitada,⁶⁶⁸ podem emitir debêntures ou títulos similares,⁶⁶⁹ sendo proibido a emissão de forma pública.⁶⁷⁰

Nos ordenamentos que possuem tradição continental ou romano-germânico, do qual o Brasil faz parte, podemos encontrar, na legislação de diversos países europeus, a possibilidade de emissão de debêntures ou títulos societários similares para o financiamento de sociedades limitadas. A Bélgica, como primeiro exemplo, em seu *Code des Sociétés et des Associations*, do ano de 2019, apresenta no livro cinco (“*Livre 5*”), que trata sobre a *société à responsabilité limitée*, sociedade limitada belga, o artigo “5:50”, que permite a esse tipo de sociedade contrair empréstimos sob a forma de emissão de obrigações, podendo ser convertidas em ações quando aplicável.⁶⁷¹

O dispositivo do direito societário belga também permite que os títulos dessas obrigações podem ser emitidos por um prazo fixo ou de forma perpétua, o que se assemelha às nossas debêntures perpétuas.

Já na França, o *Code de Commerce*, no livro dois (“*Livre II*”), título dois (“*Titre II*”), capítulo três (“*Chapitre III*”), dispõe em seu artigo “L223-11” que a *société à responsabilité limitée*, sociedade limitada do direito francês, pode emitir, caso as contas de seus três últimos

⁶⁶⁸ “A limited liability partnership is similar to a limited liability company” (COMPANYBUG. What are the different types of limited companies? Disponível em: <https://www.companybug.com/types-of-limited-companies/>. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁶⁹ “738. In this Act debenture includes debenture stock, bonds and any other securities of an LLP, whether or not constituting a charge on the assets of the LLP” (“738. Nesta Lei, as debêntures incluem ações de debêntures, títulos e quaisquer outros valores mobiliários de uma LLP, constituindo ou não um encargo sobre os ativos de uma LLP.”) (tradução nossa) (REINO UNIDO. *Companies Act of 2006*. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2009/1804/part/6>. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁷⁰ “755. Prohibition of public offers by private company (1) A private company limited by shares or limited by guarantee and having a share capital must not— (a) offer to the public any securities of the company, or (b) allot or agree to allot any securities of the company with a view to their being offered to the public.” (“755. Proibição de ofertas públicas por empresa privada (1) Uma empresa privada limitada por ações ou limitada por garantia e com um capital social não deve – (a) oferecer ao público quaisquer títulos da empresa, ou (b) distribuir ou concordar em distribuir quaisquer valores mobiliários da empresa com vista à sua oferta ao público.”) (tradução nossa) (REINO UNIDO. *Companies Act of 2006*. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/755>. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁷¹ “Art. 5:50. La société à responsabilité limitée peut contracter des emprunts sous la forme d'émission d'obligations, le cas échéant convertibles en actions, la conversion pouvant intervenir indifféremment, selon les conditions d'émission, soit à l'option de l'obligataire ou de la société, soit automatiquement, le cas échéant, à certaines conditions. Les obligations peuvent être émises pour une durée déterminée ou à titre perpétuel.” (“Art. 5:50. A sociedade por quotas pode contrair empréstimos sob a forma de emissão de obrigações, quando aplicável, convertíveis em ações, podendo a conversão ocorrer indiferentemente, dependendo das condições de emissão, quer por opção do obrigacionista, quer da sociedade, ou automaticamente, se aplicável, sob certas condições. Os títulos podem ser emitidos por um prazo fixo ou perpétuo.”) (tradução nossa) (BÉLGICA. *Code des Sociétés et des Associations*. Disponível em: <http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/2019/03/23/2019A40586/justel#t>. Acesso em: 28 set. 2021).

anos forem aprovadas pelos sócios, títulos de financiamento similares aos das sociedades por ações, sendo proibida a emissão mediante oferta pública.⁶⁷²

Importante destacar que, além da proibição da emissão desses títulos de financiamento por meio de oferta pública, esse tipo de emissão só poderá ocorrer caso a sociedade nomeie auditor independente e os sócios aprovelem as contas da administração dos três últimos anos,⁶⁷³ condições essas similares a que propomos para a emissão de debêntures por sociedades limitadas em nosso ordenamento.

No direito italiano, é permitido que as sociedades limitadas se utilizem de títulos de dívida como forma de financiamento. De acordo com o *Codice Civile*, código civil italiano do ano de 1942, e onde está presente também a legislação comercial desse país, a *società a responsabilità limitata*, sociedade limitada italiana, poderá emitir “*titoli di debito*” como forma de financiamento.⁶⁷⁴

⁶⁷² “Article L223-11. Une société à responsabilité limitée, ayant désigné un commissaire aux comptes et dont les comptes des trois derniers exercices de douze mois ont été régulièrement approuvés par les associés, peut émettre des obligations nominatives à condition qu'elle ne procède pas à une offre au public de ces obligations ou qu'elle procède à une offre mentionnée au 1° de l'article L. 411-2 du code monétaire et financier. L'émission d'obligations est décidée par l'assemblée des associés conformément aux dispositions applicables aux assemblées générales d'actionnaires. Ces titres sont soumis aux dispositions applicables aux obligations émises par les sociétés par actions, à l'exclusion de celles prévues par les articles L. 228-39 à L. 228-43 et L. 228-51.” (“Artigo L223-11. Uma sociedade de responsabilidade limitada, tendo nomeado um auditor e cujas contas dos últimos três exercícios de doze meses tenham sido devidamente aprovadas pelos sócios, pode emitir títulos nominativos desde que não faça uma oferta pública desses títulos ou que faça uma oferta referida no 1º do Artigo L. 411-2 do Código Monetário e Financeiro. A emissão de obrigações é decidida pela assembleia geral de acionistas de acordo com as disposições aplicáveis às assembleias gerais de acionistas. Estes títulos estão sujeitos às disposições aplicáveis às obrigações emitidas por sociedades por ações, com exceção das previstas nos artigos L. 228-39 a L. 228-43 e L. 228-51.”) (tradução nossa) (FRANÇA. *Code de Commerce*. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000006146044/#LEGISCTA000006146044. Acesso em: 28 set. 2021).

⁶⁷³ De acordo com Maurice Cozian, a emissão de obrigações é reservada para as sociedades limitadas que possuem certa robustez. Caso essas sociedades não possuam certa envergadura, devem preencher os requisitos do artigo L223-11 para que o ocorra a emissão. (“En vue de favoriser le financement des SARL, celles-ci peuvent émettre des obligations. Cette possibilité est réservée aux SARL d'une certaine envergure, à savoir celles remplissant les conditions suivantes (C. com, art. L. 223-11): La société doit être tenue en vertu de l'article L.223-35 de nommer un commissaire aux comptes (V. supra, n 1466). Les comptes des trois derniers exercices des douze mois doivent avoir été régulièrement approuvés par les associés (V. Supra, n 1438 et s.).”) (COZIAN, Maurice. *Droit des sociétés*. 30. ed. Paris: LexisNexis, 2017. p. 607).

⁶⁷⁴ “Art. 2483. Emissione di titoli di debito. Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima. La decisione di emissione dei titoli prevede le condizioni del prestito e le modalità del rimborso ed è iscritta a cura degli amministratori presso il registro delle imprese. Può altresì prevedere che, previo consenso della maggioranza dei possessori dei titoli, la società possa modificare tali condizioni e modalità. Restano salve le disposizioni di leggi speciali relative a

O dispositivo que permite a emissão desse título de financiamento é o art. 2483, presente no *Codice Civile* no livro cinco (“*Libro Quinto*”), título cinco (“*Título V*”) que trata sobre as sociedades, capítulo sete (“*Capo VII*”) da sociedade de responsabilidade limitada, seção cinco (“*Sezione V*”) sobre as modificações do estatuto. Conforme esse artigo, as sociedades limitadas italianas podem emitir o *titoli di debito* se o contrato social da sociedade prever, sendo o ato constitutivo de tal negócio jurídico de competência dos acionistas ou administradores da sociedade que irão determinar os limites e modalidades.

Também é importante destacar que de acordo com o art. 2483 do código civil italiano, tais títulos só podem ser subscritos por investidores profissionais que ficarão sujeitos a supervisão nos termos da legislação especial, se assemelhando a proteção que nosso ordenamento jurídico confere às emissões públicas. Para Vincenzo Buonocore, o art. 2483, além de ser uma norma nova, possibilita uma forma heterogênea de financiamento mediante apelo ao mercado financeiro por meio de investidores qualificados, e que deixa a questão do uso dessa forma de financiamento à autonomia privada, conforme nos ensina sua lição:

L’art. 2483 è anch’essa una norma certamente nuova e, per il modo in cui è formulata, non consueta, il cui scopo è quello di prevedere e di disciplinare uno strumento di finanziamento dell’impresa sociale – i titoli di debito, appunto –, ed in particolare una forma di eterofinanziamento con appello al mercato finanziario di «investitori qualificati»: il comma 2° stabilisce, infatti, che «i titoli emessi possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale». Si può certamente scrivere che anche questa norma lascia ampio se non esclusivo all’autonomia privata, dal momento che l’emissione è subordinata alla previsione espressa nell’atto costitutivo, il quale deve inoltre stabilire se la competenza a deciderla sia dei soci ovvero degli amministratori e deve altresí determinare i limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione; mentre quest’ultima

particolari categorie di società e alle riserve di attività.” (“Art. 2483: Emissão de títulos de dívida. Se o contrato de sociedade prever, a empresa pode emitir títulos de dívida. Neste caso, o ato constitutivo atribui a competência relativa aos acionistas ou administradores, determinando os limites, modalidades e maiorias necessárias à decisão. Os valores mobiliários emitidos nos termos do número anterior apenas podem ser subscritos por investidores profissionais sujeitos a supervisão prudencial nos termos de legislação especial. Em caso de posterior circulação de títulos de dívida, quem os transfere é responsável pela solvência da sociedade perante os compradores que não sejam investidores profissionais ou acionistas da própria sociedade. A decisão de emissão dos títulos prevê as condições do empréstimo e as modalidades de reembolso e é registada pelos administradores no registo das sociedades. Pode também prever que, com o consentimento da maioria dos titulares dos valores mobiliários, a sociedade pode modificar essas condições e procedimentos. As disposições das leis especiais relativas a categorias particulares de empresas e reservas de ativos permanecem inalteradas.”) (tradução nossa) (ITÁLIA. *Codice Civile*. Disponível em: https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile/2462_2_1. Acesso em: 29 set. 2021).

deve indicare «le condizioni del prestito e le modalità del rimborso» e prima ancora, ache se ciò non è espressamente detto, l'ammontare.⁶⁷⁵

Na Espanha, até o ano de 2010, a legislação societária, por meio do art. 9º da Lei 2/1995, proibia a expressamente a emissão de obrigações pela *sociedad de responsabilidad limitada*, sociedade limitada espanhola.⁶⁷⁶⁻⁶⁷⁷ Após a reforma da Lei das Sociedades de Capitais (“*Ley de Sociedades de Capital*”), pelo Decreto Legislativo 1/2010, foi permitido às sociedades de responsabilidade limitada emitirem obrigações desde que o montante total da emissão não exceda o dobro do valor de seus recursos próprios ou, caso exceda, que possua alguma garantia daquelas previstas em lei, sendo vedado a emissão de obrigações convertíveis em participação societária.⁶⁷⁸

⁶⁷⁵ “O art. 2483 é também uma norma certamente nova e, pela forma como está formulada, não é habitual, cuja finalidade é proporcionar e regular um instrumento de financiamento da empresa – os títulos de dívida, de fato –, e em particular uma forma de financiamento heterogêneo e com apelo ao mercado financeiro de ‘investidores qualificados’: o n. 2 estabelece, de fato, que os valores mobiliários emitidos apenas podem ser subscritos por investidores profissionais sujeitos a supervisão prudencial’. Certamente se pode escrever que mesmo esta disposição deixa ampla senão exclusiva escolha à autonomia privada, uma vez que a questão está sujeita à disposição expressa na escritura de constituição, que deve também estabelecer se a competência para deliberar é dos acionistas ou dos administradores e deve também determinar os limites, procedimentos e maiorias necessárias à decisão; enquanto este último deve indicar ‘as condições do empréstimo e as modalidades de reembolso’ e, ainda antes disso, ainda que não seja expressamente declarado, o montante” (tradução nossa) (BUONOCORE, Vincenzo. *Manuale di diritto commerciale*. 8. ed. Turim: G. Giappichelli Editore, 2007. p. 372-373).

⁶⁷⁶ “Artículo 9. Prohibición de emisión de obligaciones. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá acordar ni garantizar la emisión de obligaciones u otros valores negociables agrupados en emisiones.” (“Artigo 9. A sociedade limitada não pode pactuar ou garantir a emissão de debêntures ou outros valores mobiliários agrupados nas emissões.”) (tradução nossa) (ESPANHA. *Ley 2/1995*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Acesso em: 30 set. 2021).

⁶⁷⁷ FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades cit.*, p. 285.

⁶⁷⁸ “Artículo 401. Sociedad emisora. 1. Las sociedades de capital podrán emitir y garantizar series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda. 2. El importe total de las emisiones de la sociedad limitada no podrá ser superior al doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, con prenda de valores, con garantía pública o con un aval solidario de entidad de crédito. En el caso de que la emisión esté garantizada con aval solidario de sociedad de garantía recíproca, el límite y demás condiciones del aval quedarán determinados por la capacidad de garantía de la sociedad en el momento de prestarlo, de acuerdo con su normativa específica. Las obligaciones previstas en los artículos 67 a 72 resultarán de aplicación a los aumentos de capital mediante aportaciones no dinerarias que se realicen por sociedades limitadas que tengan obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda en circulación. La sociedad de responsabilidad limitada no podrá en ningún caso emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales. 3. Salvo lo establecido en leyes especiales, los valores que reconozcan o creen una deuda emitidos por sociedad anónima y sociedad de responsabilidad limitada quedarán sometidos al régimen establecido para las obligaciones en el presente título.” (“Artigo 401. Empresa emissora. 1. As sociedades de capitais podem emitir e garantir séries numeradas de obrigações ou outros títulos que reconhecem ou criam uma dívida. 2. O montante total das emissões da sociedade limitada não pode exceder o dobro dos seus recursos próprios, salvo se a emissão for garantida por hipoteca, penhor de garantia, fiança pública ou fiança solidária de instituição de crédito. No caso de a emissão ser garantida com fiança solidária de empresa de garantia recíproca, o limite e as demais condições da garantia serão determinados pela capacidade de garantia da empresa no momento da sua prestação, de acordo com os seus regulamentos específicos. As obrigações previstas nos arts. 67 a 72 serão aplicáveis a aumentos de capital

A lei espanhola também atribui a uma figura, o *comisario*, a defesa dos interesses dos investidores do título, chamados de *obligacionistas*, o que se assemelha ao agente fiduciário dos debenturistas presente em nosso ordenamento.⁶⁷⁹

Na Alemanha, país que, como já anotado, regulamentou pela primeira vez a forma de sociedade limitada do qual conhecemos hoje, não há nenhuma vedação para que uma pessoa, seja ela natural ou jurídica, emita um documento como promessa de pagamento. Essa espécie de título, encontrado na seção 793 do *Bürgerliches Gesetzbuch* (“BGB”), código civil alemão, é conhecido como *Rechte aus der Schuldverschreibung auf den Inhaber*, direito de título ao

por meio de contribuições não monetárias feitas por sociedades anônimas que tenham obrigações ou outros valores mobiliários que reconheçam ou criem dívidas em aberto. A sociedade limitada não pode, em caso algum, emitir ou garantir obrigações convertíveis em ações sociais. 3. Salvo o disposto em legislação especial, os valores mobiliários que constituam ou constituam dívida de sociedade anônima e de responsabilidade limitada ficam sujeitos ao regime estabelecido para as obrigações neste título.” (tradução nossa) (ESPANHA. *Ley de Sociedades de Capital*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Acesso em: 30 set. 2021).

⁶⁷⁹ “Artículo 421. Comisario. 1. Acordada la emisión de las obligaciones, la sociedad emisora procederá al nombramiento de comisario, que deberá ser persona física o jurídica con reconocida experiencia en materias jurídicas o económicas. La sociedad emisora fijará la retribución del comisario. 2. El comisario tutelaré los intereses comunes de los obligacionistas y, además de las facultades que le hayan sido conferidas en la escritura de emisión, tendrá las que le atribuya la asamblea general de obligacionistas. 3. El comisario establecerá el reglamento interno del sindicato, ajustándose en lo previsto al régimen establecido en la escritura de emisión. 4. El comisario será el representante legal del sindicato de obligacionistas, así como el órgano de relación entre la sociedad y los obligacionistas. Como tal, podrá asistir, con voz y sin voto, a las deliberaciones de la junta general de la sociedad emisora, informar a ésta de los acuerdos del sindicato y requerir de la misma los informes que, a su juicio, o al de la asamblea de obligacionistas, interesen a éstos. 5. El comisario presenciará los sorteos que hubieren de celebrarse, tanto para la adjudicación como para la amortización de las obligaciones, y vigilará el reembolso del nominal y el pago de los intereses. 6. El comisario podrá ejercitar en nombre del sindicato las acciones que correspondan contra la sociedad emisora, contra los administradores o liquidadores y contra quienes hubieran garantizado la emisión. 7. El comisario responderá frente a los obligacionistas y, en su caso, frente a la sociedad de los daños que cause por los actos realizados en el desempeño de su cargo sin la diligencia profesional con que debe ejercerlo.” (“Artigo 421. Comissário. 1. Uma vez acordada a emissão das obrigações, a sociedade emitente designará um comissário, que deverá ser uma pessoa física ou jurídica com reconhecida experiência em matéria jurídica ou econômica. A empresa emissora fixará a remuneração do comissário. 2. O comissário tutelaré os interesses comuns dos obrigacionistas e, para além dos poderes que lhes são conferidos na escritura de emissão, os que lhes sejam atribuídos pela assembleia geral de obrigacionistas. 3. O comissário estabelecerá o regimento interno do sindicato, ajustando-se conforme o disposto no regime estabelecido na escritura de emissão. 4. O comissário é o representante legal da união de obrigacionistas, bem como o órgão de relação entre a sociedade e os obrigacionistas. Como tal, pode assistir, com voz e sem voto, às deliberações da assembleia geral da sociedade emitente, informá-la dos acordos do sindicato e solicitar-lhe os relatórios que, a seu juízo, ou dos obrigacionistas da assembleia, interessa-os. 5. O comissário presenciará os sorteios a serem realizados, tanto de adjudicação como de amortização das obrigações, e fiscalizará o reembolso do valor nominal e o pagamento dos juros. 6. O comissário pode exercer, em nome do sindicato, as correspondentes ações contra a sociedade emitente, contra os administradores ou liquidatários e contra os que garantiram a emissão. 7. O comissário responderá aos obrigacionistas e, se for caso disso, à sociedade pelos danos causados por atos praticados no exercício do seu cargo sem a diligência profissional com que deve exercê-lo.”) (tradução nossa) (ESPANHA. *Ley de Sociedades de Capital*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>. Acesso em: 30 set. 2021).

portador, e oferece ao seu titular a garantia de execução do título de acordo com a promessa contida nele.⁶⁸⁰

Nesse sentido, não haveria nenhuma vedação para que uma *gessellschaft mit beschränkter haftung*, sociedade de responsabilidade limitada alemã,⁶⁸¹ emita um título ao portador como forma de autofinanciamento, título esse que se assemelha as debêntures de nosso ordenamento.

Em Portugal, as sociedades por quotas, sociedade de responsabilidade limitada portuguesa, foram autorizadas a emitirem obrigações pelo Decreto-Lei 160/87.⁶⁸² Segundo o artigo único dessa lei, permitiu-se às sociedades por quotas emitirem obrigações, devendo-se observar as disposições legais relativas às emissões de obrigações nas sociedades anônimas.

Conforme a exposição de motivos do decreto, o intuito para se permitir a emissão de obrigações nas sociedades por quotas visou atender o número significativo desse tipo de sociedade em Portugal, possibilitando, assim, mais uma forma de financiamento para o grande número de empresas que se utilizam desse tipo societário nesse país.

⁶⁸⁰ “§ 793 Rechte aus der Schuldverschreibung auf den Inhaber. (1) Hat jemand eine Urkunde ausgestellt, in der er dem Inhaber der Urkunde eine Leistung verspricht (Schuldverschreibung auf den Inhaber), so kann der Inhaber von ihm die Leistung nach Maßgabe des Versprechens verlangen, es sei denn, dass er zur Verfügung über die Urkunde nicht berechtigt ist. Der Aussteller wird jedoch auch durch die Leistung an einen nicht zur Verfügung berechtigten Inhaber befreit. (2) Die Gültigkeit der Unterzeichnung kann durch eine in die Urkunde aufgenommene Bestimmung von der Beobachtung einer besonderen Form abhängig gemacht werden. Zur Unterzeichnung genügt eine im Wege der mechanischen Vervielfältigung hergestellte Namensunterschrift.” (“Seção 793 Direitos ao Portador. (1) Se alguém emitiu um documento no qual promete ao titular do documento uma execução (garantia para o titular), o titular pode exigir dele a execução de acordo com a promessa, a menos que esteja à disposição do Documento não autorizado. No entanto, o expositor também estará isento ao prestar o serviço a titular não autorizado a utilizá-lo. (2) A validade da assinatura pode ficar dependente da observação de um formulário especial por disposição constante do documento. Uma assinatura de nome produzida por reprodução mecânica é suficiente para a assinatura.”) (tradução nossa) (ALEMANHA. *Bürgerliches Gesetzbuch*. Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/bgb/_793.html. Acesso em: 30 set. 2021).

⁶⁸¹ “Die Ausgabe von Anleihen steht jedem Unternehmen unabhängig von seiner Größe und Rechtsform offen. Eine Emission ermöglicht einem Unternehmen die Aufnahme von Kapital und dabei eine gewisse Unabhängigkeit von der Kreditvergabepolitik der Banken. Zudem ist in der Regel die Mittelverwendung des generierten Fremdkapitals allein dem Unternehmer überlassen. Im Gegensatz zu anderen Beteiligungsformen wird Anleihekaptal nicht als Eigenkapital sondern als Fremdkapital erfasst.” (“Qualquer empresa, independentemente de seu porte e forma jurídica, pode emitir títulos. Uma emissão permite que uma empresa levante capital, ao mesmo tempo que se torna independente da política de empréstimos dos bancos. Além disso, a utilização dos recursos gerados geralmente é deixada exclusivamente para o empresário. Ao contrário de outras formas de investimento, o capital obrigacionista não é registrado como capital, mas como dívida.”) (tradução nossa) (ANLEIHEN. Disponível em: <https://www.gk-law.de/Anleihen/Anleihen-0819253240.html>. Acesso em: 1º out. 2021).

⁶⁸² “Artigo único. As sociedades por quotas podem emitir obrigações, devendo observar-se, na parte aplicável, as disposições legais relativas às emissões de obrigações das sociedades anônimas” (PORTUGAL. *Decreto-Lei n. 160/87*. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/666356/details/maximized?jp=true>. Acesso em: 1º out. 2021).

Diante do exposto, podemos concluir que a emissão de títulos similares às debêntures em sociedades limitadas é permitida e utilizada em diversos ordenamentos jurídicos, o que demonstra que o Brasil se encontra atrasado diante da questão, puramente por motivos de política regulatória da própria CVM e de um erro hermenêutico das juntas comerciais. A não utilização das debêntures como forma de autofinanciamento nas sociedades limitadas prejudica, além das empresas que se constituem por intermédio desse tipo societário, a economia nacional como um todo.

6 CONCLUSÕES

Este trabalho, desenvolvido mediante ampla pesquisa doutrinária e adotando a metodologia de estudo de casos sobre o tema, teve como objetivo demonstrar a possibilidade jurídica e a necessidade econômica para a emissão de debêntures por sociedades limitadas no ordenamento jurídico brasileiro.

A sociedade limitada, como exposto, é o tipo societário que foi originado, no século XIX, da combinação da limitação da responsabilidade dos sócios, própria das sociedades anônimas, com forma menos dispendiosa e desburocratizada de criação e funcionamento das sociedades em nome coletivo e em comandita. No Brasil, esse tipo de sociedade, que antes era denominada sociedade por quotas de responsabilidade limitada, adquiriu bastante aceitação devido ao laconismo de sua anterior legislação, introduzida pelo Decreto 3.708/1919, que imprimiu grande flexibilidade para que a autonomia privada moldasse essa sociedade, por meio de seu contrato social, segundo o interesse de seus sócios.

Após a promulgação do atual Código Civil do ano de 2002, a sociedade limitada passou a ser regulada por uma legislação bem mais complexa, adotando os novos princípios da teoria da empresa. Ao contrário do que seu antigo regime jurídico conferia, esse tipo de sociedade passou a ser regulada de modo mais detalhado e com exigências adicionais para a sua disciplina interna, pois o novo regramento impôs certas regras que a tornaram mais similares às aplicáveis para as sociedades anônimas. Apesar dessas novas normas, o número de empresas que se constituíam por intermédio desse tipo societário continuou a crescer, sendo criadas mais de cinco milhões de sociedades limitadas entre os anos de 2003 e 2021, em comparação com a criação de apenas 176.541 sociedades anônimas, no mesmo período.

Foi demonstrado que, a partir desse novo regramento, instituído pelo Código Civil de 2002, outras questões começaram a ser discutidas com relação a esse tipo de sociedade, como, por exemplo, os casos de heterotipia societária, que consiste no uso de institutos estranhos a determinado tipo societário. Exemplos de heterotipia societária são as sociedades anônimas familiares, que apresentam características de sociedades de pessoas, e a sociedade limitada complexa, como é o caso da limitada de grande porte com características de sociedades de capital, especialmente quando adotada pelas grandes corporações multinacionais.

Além de gerar novos casos de heterotipia societária, o atual Código Civil importou novos elementos comuns entre as sociedades limitadas e as companhias fechadas, bem como

outras questões, como, por exemplo, a controvérsia com relação à escolha da regulação originária das sociedades limitadas pelas normas das sociedades simples, quando a doutrina sempre considerou como melhor opção, para as sociedades limitadas, a regência originária pelas normas aplicáveis às companhias.

Ademais, também foi aqui exposta a proximidade de certos institutos e relações societárias entre as sociedades limitadas e as companhias, e apresentadas questões diferenciadas, como a criação de quotas preferenciais e a instalação de conselho de administração para a direção da sociedade, no mesmo formato das sociedades anônimas.

Acerca da questão central da emissão de debêntures pelas sociedades limitadas, como alternativa válida de autofinanciamento, foi anotado que esse tema ainda se apresenta controverso e polêmico para a doutrina especializada. Diversos autores, aqui citados, entendem que esse procedimento não seria apropriado para as sociedades limitadas, diante da ausência de expressa autorização legal. No sentido oposto, a pesquisa aqui desenvolvida buscou apontar e fundamentar que as debêntures se apresentam como títulos abstratos de dívida, que qualquer sociedade comercial organizada teria a prerrogativa de criar, independentemente de expressa autorização legal, prestando-se, normalmente, a conceder a empresa emitente recursos de longo prazo que se destinam ao financiamento de investimentos.

Em toda e qualquer sociedade comercial, os instrumentos jurídicos para o seu financiamento e capitalização podem resultar de diversas formas, como integralização e aumento de capital, autofinanciamento e empréstimos obtidos em instituições financeiras. Nas sociedades anônimas, como visto, estas podem obter recursos para financiamento de suas atividades produtivas também pela emissão de obrigações, a exemplo das debêntures. Como algumas dessas opções de financiamento são economicamente desvantajosas, a emissão de debêntures se apresenta como instrumento útil e excelente opção para o financiamento da empresa, pois funciona por meio da captação de recursos com investidores institucionais, no mercado de capitais, como modalidade de valor mobiliário, e pode ter como vantagem a possibilidade de captação de recursos como alternativa ao financiamento bancário, sempre mais custoso e dependente de maiores exigências, como a constituição de garantias reais.

Para se entender as características das debêntures, é necessário compreender o conceito e a natureza desse negócio jurídico. Dessarte, a definição clássica de debêntures tem como base a teoria do mútuo, muito difundida em nosso ordenamento, e que define sua

natureza jurídica como um documento que comprova a existência de um empréstimo, mais precisamente um mútuo firmado entre a companhia e os debenturistas.

Não obstante tal concepção, nas conclusões aqui apresentadas, a natureza jurídica das debêntures não é a de contrato de mútuo, mas sim de valor mobiliário. A própria Lei das S.A., que institui e regulamenta a emissão de debêntures, não faz nenhuma referência a mútuo ou empréstimo, do mesmo modo que a Lei 6.385/1976, ao classificar as debêntures como tal modalidade no seu art. 2º, inciso I. Assim sendo, somente resta concluir que as debêntures são valores mobiliários que conferem direito de crédito perante a sociedade anônima emissora, nas condições constantes do certificado e da escritura de emissão.

Para a caracterização de uma oferta como pública ou privada, não obstante sejam relevantes os meios utilizados para a colocação dos títulos, o elemento essencial e determinante refere-se à situação dos ofertados (natureza subjetiva). Diante disso, deve ser definida como emissão privada aquela que é promovida, de forma direta, pela própria emissora, por intermédio de pessoas físicas ou jurídicas que tenham interesse na aquisição do título, sem o uso de processos de oferta dos papéis ou de convocação de subscritores e, como emissão pública, aquela em que o processo de captação de recursos ocorre com investidores do mercado de capitais pelas regras da CVM.

Além disso, as debêntures não são títulos de crédito *stricto sensu*, mas, sim, valores mobiliários que podem ser caracterizados como título de crédito abstrato, devido ao crédito e à obrigação contida nesse título societário serem sempre autônomas e abstratas, existindo, assim, relação de gênero e espécie entre essas modalidades.

Importante salientar que as companhias podem se valer de outros valores mobiliários de dívida ou de títulos de crédito para se capitalizar, como as notas comerciais, as partes beneficiárias e as cédulas de debêntures. Nesse sentido, cabe explorar o regime jurídico das debêntures e dos demais títulos e valores mobiliários em nosso ordenamento, de modo detalhado e sistematizado, com base na legislação disciplina desses títulos, como a Lei das S.A., a Lei 4.278/1965, a Lei 6.385/1976 e, além disso, o exame da ICVM 476/2009, que regula a emissão pública de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos.

No Capítulo 4, cerne deste trabalho, foi desenvolvida a análise sobre a possibilidade jurídica para a emissão de debêntures por sociedades limitadas, com base na necessidade e justificção econômica para esse tipo de emissão por essa sociedade e por companhias fechadas. Com efeito, para parte da doutrina empresarial nacional, baseada na leitura do art.

52 da Lei das S.A. e na concepção de incompatibilidade entre certos institutos das limitadas e companhias, como a emissão de valores mobiliários, não seria permitido que as sociedades limitadas se utilizassem das debêntures como forma de financiamento.

Sem embargo, cumpre destacar, em justificativa preliminar quanto à possibilidade dessa emissão pelas sociedades limitadas, que são elas o tipo societário mais utilizado em nosso ordenamento adotada tanto por empresas de menor porte, *startups* e empresários individuais por meio da limitada unipessoal, como por grandes corporações multinacionais. Todavia, independentemente do porte ou tamanho da empresa, o ordenamento jurídico deve disponibilizar para todas as sociedades a faculdade de utilização de debêntures como forma de financiamento empresarial. Esse tipo de emissão seria possível mediante ofertas privadas e por ofertas públicas com esforços restritos.

Na possibilidade técnica para a emissão de debêntures pela sociedade limitada, as ofertas privadas de debêntures estão fora do escopo da CVM e por isso não necessitam de autorização da autarquia para acontecer. Já nas ofertas públicas com esforços restritos, a CVM determina os requisitos de emissão na ICVM 476/2009.

Em virtude da necessidade de arquivamento, nas juntas comerciais, da escritura de emissão e da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão de debêntures (LSA, art. 62), estes órgãos, em especial as Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro, vêm indeferindo o pedido de arquivamento por sociedades limitadas.

Necessário ressaltar que tramitam, na atualidade, no Congresso Nacional, projetos de lei que tratam sobre a matéria, como o Projeto de Lei 6.322/2013, o projeto de novo Código Comercial (PL 487/2013) e o Projeto de Lei 3.324/2020, superando os entraves burocráticos atuais e permitindo a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas.

Quanto aos fundamentos doutrinários favoráveis à emissão, essa questão já era discutida desde a vigência do regime jurídico anterior das sociedades limitadas, ainda no século passado, em que diversos juristas demonstravam ser favoráveis à emissão de obrigações ao portador pelas sociedades por quotas. Não obstante, o debate sobre o tema permanece em voga e que a necessidade de viabilizar outras formas de financiamento empresarial para as sociedades limitadas, como as debêntures, é premente, diante do elevado custo do financiamento bancário, mas vem esbarrando no entendimento restritivo das juntas comerciais, corroborado, em parte, pela doutrina. Os argumentos principais desses órgãos, tal

como visto nas decisões das Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro, baseiam-se na ideia de: (i) ilegitimidade da sociedade limitada em emitir tal valor mobiliário; (ii) as debêntures serem um título de crédito e por isso são regradas pelas normas desses títulos presentes no Código Civil; e (iii) não haver compatibilidade entre esse instituto, próprio das companhias, com a sociedade limitada, que é uma sociedade com caráter contratual e *intuitu personae*.

Para refutar tais posicionamentos, cabe destacar que a própria Lei das S.A., em seu art. 52, que trata das debêntures, não é clara em afirmar que somente poderiam as companhias, na figura das sociedades anônimas e sociedades em comandita por ações, emitir tais títulos, pois esse artigo dispõe que a “companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela”, e não anota, em nenhum momento, os advérbios “apenas” ou “somente”, junto da palavra companhia. Também não consta nesse artigo norma expressa vedando que outros tipos societários, como as sociedades limitadas, estariam proibidos de emitir debêntures. Raciocínio semelhante veio a ser adotado pela doutrina na interpretação do art. 251 da LSA quanto à constituição de subsidiária integral, que não está restrita essa alternativa apenas às sociedades anônimas, podendo também uma sociedade limitada promover a criação de uma subsidiária integral.

Sobre a questão da ilegitimidade da sociedade limitada em emitir debêntures, a conclusão deve ser no sentido de afastar tal restrição, vez que a legitimidade seria a aptidão para a prática de determinado ato, ou para o exercício de certo direito, resultante, não da qualidade da pessoa, mas de sua posição jurídica em face de outras pessoas, o que permitiria às limitadas, principalmente aquelas regidas supletivamente pela Lei das S.A., deter legitimidade para emitir debêntures mediante oferta privada. Por ser a emissão privada de debêntures um negócio regido pelo direito privado, submetido aos princípios da liberdade de contratar e pela autonomia da vontade, não há que se falar em ilegitimidade da sociedade limitada, em especial, por exemplo, em relação a uma sociedade limitada regida supletivamente pela lei acionária, em emitir debêntures.

De mais a mais, necessário observar que a legislação permite a emissão de notas comerciais por sociedades limitadas e cooperativas, que são títulos similares às debêntures. Desse modo, ficaria assim, corroborada e justificada, plenamente, a possibilidade das limitadas estruturadas, preferencialmente, de acordo como o modelo organizacional aplicável às companhias, a legitimação delas para emitir debêntures, da mesma maneira como podem emitir notas comerciais.

No que tange à negativa das juntas comerciais em arquivar a escritura de emissão privada de debêntures de sociedade limitada sob o argumento de que esses valores mobiliários possuiriam a natureza de título de crédito, regidos pelo princípio do rigorismo formal, essa justificativa não se sustenta diante dos fundamentos citados nesta investigação, pois, como anotado no presente estudo, as debêntures são valores mobiliários, regulados de acordo com o art. 2º, inciso I, da Lei 6.385/1976, não se sujeitando, diretamente, às regras formais aplicáveis aos títulos de crédito do modo como regulado pelo Código Civil.

Os próprios princípios da liberdade de contratar e da autonomia privada, por si só, já afastariam esse falso argumento, pois as debêntures são valores mobiliários emitidos de acordo com lei e possuem regime próprio, constante da legislação das companhias. Em consequência, não se pode afastar tal regime jurídico sobre o argumento que esses títulos possuem natureza diversa daquela atribuída aos valores mobiliários.

Acerca do entendimento de que a emissão de valores mobiliários, como as debêntures, não se coadunaria com as características das sociedades limitadas, pela razão de que esse instituto seria incompatível com os elementos aplicáveis às sociedades contratuais, tampouco é aceitável porque não guarda referibilidade dogmática com o direito posto, devido ao caráter híbrido das sociedades limitadas. Assim, uma sociedade limitada submetida à regência supletiva pelas normas da lei acionária e que dispõe, preferencialmente, de estruturas que suportem tal emissão, estariam aptas, sim, a emitir debêntures tanto de forma privada, como pela possibilidade de ofertas públicas com esforços restritos.

A concepção de que o instituto das debêntures não seria compatível com a natureza da sociedade limitada está relacionada à ideia equivocada ou à falsa concepção de incompatibilidade entre a emissão de valores mobiliários pelas sociedades contratuais decorre, estritamente, de uma opção infralegal de política regulatória da CVM. Como demonstrado neste trabalho, não existe nenhuma incompatibilidade dogmática entre esse tipo societário e o mercado de valores mobiliários em geral. A prevalecer essa posição restritiva, a Volkswagen do Brasil Ltda., que é uma sociedade por quotas, com faturamento anual superior a R\$ 25 bilhões de reais, não poderia emitir debêntures mesmo apresentando capacidade plena de responder pelas obrigações decorrentes da emissão perante o mercado. Essa situação representaria um absoluto contrassenso diante dos princípios constitucionais da liberdade de empresa.

Desse modo, o entendimento restritivo das juntas comerciais, em indeferir o arquivamento das atas de assembleias que permitiram a emissão debêntures, baseado em parte da doutrina empresarial, não deveria prevalecer pois: (i) inexistente vedação legal sobre a matéria; (ii) há compatibilidade entre as debêntures, como valores mobiliários de dívida, e as limitadas regidas supletivamente pelas normas das companhias; e (iii) os princípios da liberdade e da autonomia privada, autorizam e fundamentam a possibilidade e a viabilidade jurídica e econômica para as sociedades limitadas emitir debêntures, no vigente regime de direito positivo brasileiro.

Os requisitos para a emissão privada de debêntures, bem como por ofertas públicas por esforços restritos pelas sociedades limitadas, devem ser considerados atendidos em todos os casos em que o contrato social estiver prevendo a regência supletiva da sociedade pelas normas das companhias, a instituição de um conselho fiscal, a opção pelo regime de assembleia para as deliberações sociais e, no caso das ofertas públicas com esforços restritos, a adequação às normas ICVM 476/2009 e ICVM 358/2002.

Necessário ressaltar que a matéria em discussão possui justificção superior nos princípios constitucionais relacionados à liberdade econômica e seus desdobramentos, constantes do art. 170 e seguintes da Constituição da República, como a faculdade de criar e explorar uma atividade econômica em caráter privado e a não sujeição a qualquer restrição estatal, senão em virtude de lei. A interpretação da questão a partir dos princípios constitucionais justifica a emissão de debêntures, tanto privada, como por esforços restritos, pelas sociedades limitadas. Ademais, a recente Lei 13.874/2019, denominada Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, busca assegurar, no seu art. 3º, inciso VIII, que os negócios jurídicos empresariais paritários serão objeto de livre estipulação das partes pactuantes, sendo as regras de direito empresarial aplicadas apenas de maneira subsidiária ao avençado, excetuando-se as normas de ordem pública. Nesse sentido, seria a própria liberdade de modelagem do conteúdo contratual que daria margem para que o contrato social de uma sociedade limitada, regida supletivamente pelas normas da Lei das S.A., permitisse a possibilidade de emissão de debêntures pela mesma sociedade, por se tratar de uma liberdade concedida por norma dispositiva, e não contrária a nenhuma norma de ordem pública.

Também em razão da teoria da equiparação dos tipos societários, vale reforçar, a sociedade limitada que possui regência supletiva pelas normas da Lei das S.A., em especial, àquelas de grande porte, que dispõem de estruturas robustas e capazes de possuir os mesmos institutos das companhias fechadas, devem ser equiparadas a estas, reafirmando o

entendimento de que, em certos casos, não haveria incompatibilidade entre esses tipos societários. Portanto, restariam presentes os pressupostos e requisitos para a emissão de debêntures por sociedades limitadas, tanto de forma privada como por ofertas públicas com esforços restritos.

O importante e fundamental, que deve justificar a emissão de debêntures por qualquer tipo de sociedade empresária, resulta muito mais do porte de empresa, bem como da análise do laudo de viabilidade econômica, indicando aos investidores do título debenturístico, se a sociedade teria condições de honrar seus compromissos financeiros firmados na escritura de emissão. Esse laudo é semelhante ao Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira, presente no Anexo III da ICVM 400/2003, sendo contemplados a (i) análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviços da emissora, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas; o (ii) suprimento de matérias primas e o (iii) retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para sua elaboração. As sociedades limitadas que desejassem emitir debêntures, por meio desses dois tipos de ofertas, deveriam se submeter às normas contábeis e financeiras das companhias e serem auditadas por empresas de auditorias independentes e externas com o intuito de trazer mais credibilidade para as informações divulgadas pela sociedade. Para a emissão ocorrer mediante esses dois tipos de oferta, seria preferível o uso da espécie de debêntures com garantia real por ser esse tipo de debênture garantido, como anotado, por um direito real, seja ele penhor, hipoteca, alienação fiduciária ou outro direito real de garantia. Essa exigência traria uma maior segurança aos investidores no caso de uma emissão por sociedade limitada, pois estes terão o retorno de seu investimento protegido pelo bem dado em garantia, que pode ser da própria companhia ou de terceiros garantidores.

Outro pressuposto para uma emissão de debêntures por sociedades limitadas seria a possibilidade de uso, por esse tipo societário, das debêntures conversíveis (LSA, art. 57), nos mesmos formatos que a Lei das S.A. oferece para as companhias. Essa modalidade de debêntures, ao dar o exercício de preferência da conversão ao seu titular, se mostra interessante aos investidores do mercado de capitais, pois compreende uma vantagem adicional ao investidor do título. Para a proteção dos investidores do título debenturístico emitidos por esse tipo societário, será necessário o uso da figura do agente fiduciário dos debenturistas como forma de resguardar e fiscalizar seus direitos. Assim, para as sociedades limitadas que tiverem o intuito de emitir debêntures, mediante ofertas privadas, ou públicas

com esforços restritos, seria necessário designar, na escritura de emissão, um agente fiduciário para resguardar os direitos dos debenturistas nos mesmos formatos que a Lei das S.A. dispõe.

Para essas emissões de debêntures ocorrerem nas sociedades limitadas, a adequação e a utilização de certas normas e procedimentos da ICVM 480/2009 seriam também pressupostos necessários e imprescindíveis. Desse modo, os requisitos que essa instrução exige para as emissões, como, por exemplo, a adequação da divulgação de informações periódicas e de projeções e estimativas, traria segurança aos investidores e para o mercado com um todo.

Sobre o novo regime jurídico das notas comerciais criado pela Lei 14.195/2021, cabe destacar que, apesar desta lei tentar aproximar esses títulos das debêntures, instituindo estruturas e características similares entre esses dois valores mobiliários de dívida, ainda seria preferível o uso de debêntures em detrimento das notas comerciais pelas sociedades limitadas. Com efeito, por ser a debênture um negócio jurídico mais antigo, conhecido e por isso mesmo seguro, o volume de negociação desse título ainda é, e continuará sendo, maior do que o das notas comerciais, fazendo que sua emissão por sociedades comerciais ainda seja vantajosa pelo mercado existente dessa espécie de valor mobiliário. Apesar dessa tentativa de aproximação dos regimes entre as debêntures e as notas comerciais, estas ainda se mostram como títulos de segunda linha e sofrem com a competição com os títulos públicos, considerados mais seguros e conhecidos, e, ademais, outra característica que faz com que a nota comercial seja preterida é a falta de preferência no caso da falência da sociedade emissora.

Além dos pressupostos analisados neste estudo para uma possível emissão de debêntures por sociedades limitadas, tanto de forma privada como por ofertas públicas com esforços restritos, outra exigência para o lançamento desses títulos seria a necessidade de transparência na divulgação de informações sobre a empresa e o negócio envolvendo as debêntures, e, ainda, a adoção de política de *compliance* na sociedade. Desse modo, para que a emissora passe credibilidade e segurança nas informações que divulga a todos que se relacionam com ela, como os investidores de um título debenturístico, faz-se necessário o uso de boas práticas de governança corporativa e, adicionalmente, a implantação de programas de *compliance* ajudaria a sociedade a elevar o nível de segurança e transparência para os investidores.

A emissão de debêntures por outros tipos societários é plenamente admitida por outros países, como ocorre nos Estados Unidos e na Inglaterra, como forma alternativa de autocalcapitalização. Em países com origem no direito romano-germânico, como o do Brasil, a legislação da Bélgica, França, Itália, Espanha, Alemanha e Portugal é expressa em autorizar tal forma de financiamento nas sociedades limitadas.

Em síntese final, a pesquisa realizada considera que o uso de debêntures nas sociedades limitadas, mediante emissões privadas e emissões públicas com esforços restritos, mostra-se como excelente alternativa de financiamento empresarial para esse tipo societário, não obstante possa optar por outras formas de capitalização e outros tipos de valores mobiliários. Com estas conclusões, o presente estudo alcança o objetivo pretendido, de demonstrar, contra as opiniões doutrinárias e as decisões burocráticas de órgãos administrativos, a possibilidade jurídica e a compatibilidade econômica para a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas brasileiras.

REFERÊNCIAS

ADEODATO, João Maurício. *Ética e retórica: para uma teoria da dogmática jurídica*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALEMANHA. *Bürgerliches Gesetzbuch*. Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/bgb/_793.html. Acesso em: 30 set. 2021.

ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de; ZANZANELLI, Nelson Freitas. Algumas considerações sobre a constituição da sociedade limitada e o contrato social. In: ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de (Coord.). *Aspectos jurídicos da sociedade limitada*. São Paulo: Quartier Latin, 2004.

AMARAL, Francisco. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: perspectivas estrutural e funcional. *Revista de Informação Legislativa*, v. 26, n. 102, p. 213-214, abr./jun. 1989. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/181930>. Acesso em: 22 maio 2021.

AMARAL, Francisco. *Direito civil: parte geral*. 34. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ANAN JUNIOR, Pedro. *Contabilidade para advogados*. São Paulo: Intelecto, 2019.

ANBIMA. Volume de emissões no mercado de capitais é o maior dos últimos dez anos para um primeiro trimestre. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/volume-de-emissoes-no-mercado-de-capitais-e-o-maior-dos-ultimos-dez-anos-para-um-primeiro-trimestre-8A2AB28878704C6F0178CDA074CA0F8B-00.htm. Acesso em: 14 abr. 2021.

ANLEIHEN. Disponível em: <https://www.gk-law.de/Anleihen/Anleihen-0819253240.html>. Acesso em: 1º out. 2021.

ASCARELLI, Tullio. O contrato plurilateral. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª reimpressão. São Paulo: Quorum, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n. 2.391. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45604/Res_2391_v1_O.pdf. Acesso em: 17 maio 2021.

BÉLGICA. *Code des Sociétés et des Associations*. Disponível em: <http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/2019/03/23/2019A40586/justel#t>. Acesso em: 28 set. 2021.

BESTCENTER. A empresa. A maior incorporadora e administradora de centros de conveniência no Brasil. Disponível em: <https://www.bestcenter.com.br/quem-somos/>. Acesso em: 27 set. 2021.

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

BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Debêntures e bônus de subscrição. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial: sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BRASIL. Código Civil. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 8 abr. 2021.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 8 abr. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (2ª Turma). Emb. Div. REsp 111.294-PR. Rel. Min. Castro Filho, j. 28.06.2006. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=2505364&num_registro=200201005006&data=20070910&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 8 abr. 2021.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (4ª Turma). REsp 917.531-RS. Rel. Min. Luis Felipe Salomão. j. 17.11.2011. Disponível em: https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=19536959&num_registro=200700073925&data=20120201&tipo=5&formato=PDF. Acesso em: 8 abr. 2021.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região (2ª Turma). Apelação cível n. 5003654-25.2017.4.03.6100. Disponível em: <https://pje2g.trf3.jus.br/pje/ConsultaPublica/DetalheProcessoConsultaPublica/documentoSemLoginHTML.seam?ca=eeead62e96f9a75cc1b08125a7fa07b73ee5d55eeaaffd7151a58c672487c63cda1769746e1a95f0408e325c10b3f37a83c416056556f911&idProcessoDoc=7040080>. Acesso em: 23 mar. 2021.

BUONOCORE, Vincenzo. *Manuale di diritto commerciale*. 8. ed. Turim: G. Giappichelli Editore, 2007.

CABRAL, Erico de Pina. A “autonomia” no direito privado. *Revista de Direito Privado*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 19, p. 111, jul./set. 2004.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. PL 6322/2013. p. 1. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>. Acesso em: 8 jun. 2021.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195). In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (Coord.). *Comentários ao Código Civil*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 13.

CARVALHOSA, Modesto. Parte geral do estudo a respeito de aspectos societários da nova Lei 11.638/2007, no que respeita às principais alterações nela contidas sobre a publicação de demonstrativos financeiros pelas limitadas de grande porte. In: WALD, Arnaldo (Coord.). *Direito empresarial: direito societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. Sociedades anônimas. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 3.

COASE, Ronald Harry. The Nature of the Firm (1937). *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1990. Primeira edição brasileira: *A firma, o mercado e o direito*. Tradução Heloisa Gonçalves Barbosa. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. *A sociedade limitada no novo Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 1.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 23. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. v. 2.

COELHO, Fábio Ulhoa. Princípios constitucionais na interpretação das normas de direito comercial. In: SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Bôas; FRAZÃO, Ana (Coord.). *Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

COELHO, Fábio Ulhoa *et al.* *Lei das sociedades anônimas comentada*. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

COMPANYBUG. What are the different types of limited companies? Disponível em: <https://www.companybug.com/types-of-limited-companies/>. Acesso em: 28 set. 2021.

COSTA, Roberto Teixeira da. Lei do mercado de capitais. *Revista relações com investidores*. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/195/993>. Acesso em: 11 maio 2021.

COZIAN, Maurice. *Droit des sociétés*. 30. ed. Paris: LexisNexis, 2017.

CVM. CVM agora é GOV.BR/CVM. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 30 ago. 2021.

CVM. *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 796. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/LivrosCVM.html#DireitodoMercado>. Acesso em: 18 maio 2021.

CVM. Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/em196-lei6404.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2021.

DEBENTURES. Características das debêntures públicas. Disponível em: http://www.debentures.com.br/exploreosnd/consultaadados/emissoesdedebentures/caracteristicas_d.asp?selecao=SOTR11&tip_deb=publicas. Acesso em: 27 set. 2021.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. 26. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

DIÁRIO OFICIAL. Atas certidões e demonstrações. Disponível em: http://www.ioerj.com.br/portal/modules/conteudoonline/mostra_edicao.php?k=63E8A16D-113P4-4395-A6CF-1A677B4B8BA4. Acesso em: 27 set. 2021.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: direito de empresa*. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. v. 8.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria das obrigações contratuais e extracontratuais*. 36. ed. São Paulo: Saraiva Educação. 2020. v. 3

DINIZ, Maria Helena. *Lei de Introdução ao Código Civil brasileiro interpretada*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

DINIZ, Thales Janguê Silva; FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. A Lei da Liberdade Econômica e suas implicações nas sociedades anônimas de capital aberto. *Revista de direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, Thomson Reuters Brasil, v. 90, 2020.

DREI. Instrução Normativa 81. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-81-de-10-de-junho-de-2020-261499054>. Acesso em: 9 abr. 2021.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 138 ao 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 3.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 1º ao 79. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 1

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Artigos 80 ao 137. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ENRIQUES, Luca *et al.* Direito societário e mercado de capitais. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018.

ESPANHA. *Ley 2/1995*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Acesso em: 30 set. 2021.

ESPANHA. *Ley de Sociedades de Capital*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>. Acesso em: 30 set. 2021.

ESPANHA. *Ley de Sociedades de Capital*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-4607>. Acesso em: 30 set. 2021.

EUA. *Companies Act of 1933*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 28 set. 2021.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado das debênturas*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1944.

FIGUEIREDO, Ivanildo. *Teoria crítica da empresa*. São Paulo: IASP, 2018.

FLACH, Pedro; SILVA, Layon Lopes da. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: NYBO, Erik Fontenele; JÚDICE, Lucas Pimenta (Coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

FONSECA, Priscila Maria Pereira Corrêa da. *Dissolução parcial, retirada e exclusão de sócio*. São Paulo: Atlas, 2007.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FORGIONI, Paula A. A unicidade do regramento jurídico das sociedades limitadas e o art. 1.053 do Código Civil – Usos e costumes e regência supletiva. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). *Temas de direito societário empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

FORTBRAS. Sobre a Fortbras. Disponível em: <https://fortbras.com.br/nossa-historia>. Acesso em: 27 set. 2021.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

FRANÇA. *Code de Commerce*. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/section_lc/LEGITEXT000005634379/LEGISCTA000006146044/#L-EGISCTA000006146044. Acesso em: 28 set. 2021.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Direito empresarial: o empresário e seus auxiliares, o estabelecimento empresarial, as sociedades*. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

FRANCO, Vera Helena de Mello. O triste fim das sociedades limitadas no novo Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Malheiros, n. 123, jul./set. 2001.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Direito empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. *Novo curso de direito civil: contratos*. 3. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. v. 4.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Direito de empresa: comentários aos arts. 966 a 1.195 do Código Civil*. 7. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário: regime vigente e inovações do novo Código Civil*. 2. ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Empresa individual de responsabilidade limitada e sociedades de pessoas. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 2.

GOVERNO DIGITAL. Painel Mapa de Empresas. Disponível em: <https://www.gov.br/governodigital/pt-br/mapa-de-empresas/painel-mapa-de-empresas>. Acesso em: 14 abr. 2021.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2018.

GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Debêntures. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

IBERIAN LAWYER. Cescon Barrieu assists underwriter in debentures issue by Cidade Maravilhosa. Disponível em: <https://www.iberianlawyer.com/latin-america/news-latin-america/13952-cescon-barrieu-assists-underwriter-in-debentures-issue-by-cidade-maravilhosa>. Acesso em: 27 set. 2021.

IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. p. 20. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>. Acesso em: 24 set. 2021.

IMPrensa OFICIAL. *Diário Oficial Empresarial*. Disponível em: http://diariooficial.imprensaoficial.com.br/doflash/prototipo/2020/Mar%C3%A7o/12/empresarial/pdf/pg_0003.pdf. Acesso em: 27 set. 2021.

ITÁLIA. *Codice Civile*. Disponível em: https://www.gazzettaufficiale.it/dettaglio/codici/codiceCivile/2462_2_1. Acesso em: 29 set. 2021.

JUCERJA. Parecer do processo n. 07-2012/232000-0, em pedido realizado pela sociedade limitada Lotus Azul Incorporação e Empreendimentos LTDA. (NIRE 3320927664-6). Disponível em: <https://www.jucerja.rj.gov.br/Transparencia/Procuradoria?Length=13>. Acesso em: 26 maio 2021.

JUCESP, Deliberação n. 2, de 25 de março de 2015. Disponível em <http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Delibera%C3%A7%C3%A3o%2002-2015.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2021.

JUCESP. Ata da Sessão Plenária da JUCESP n. 47/2012 (ordinária), de 26 de junho de 2012.

JUSTIÇA FEDERAL. Enunciado n. 64 da II Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal. Disponível em: <https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/785>. Acesso em: 12 abr. 2021.

KUHLEN, Lothar. Cuestiones fundamentales de compliance y derecho penal. *In*: KUHLEN, Lothar; PABLO MONTIEL, Juan; URBINA GIMENO, Íñigo Ortiz. *Compliance y teoría del derecho penal*. Madrid: Marcial Pons, 2013.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* (pressupostos, elaboração, aplicação). 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1.

LANA, Henrique Avelino; PIMENTA, Eduardo Goulart. Análise econômica das sociedades limitadas: imprescindível reflexão. *Revista Em Tempo*, v. 12, jan. 2014. Disponível em: <https://revista.univem.edu.br/emtempo/article/view/400>. Acesso em: 22 mar. 2021.

LAUAND, Rodrigo Porto. *Debêntures – Fundamentos jurídicos – Comunhão de interesses – Direitos essenciais e as deliberações em assembleia*. Mestrado (Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, 2003.

LEÃES, Luiz Gastão Barros de Paes. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 14, p. 47-59, 1974.

LOPES, Marco Antônio. Anbima: rentabilidade das debêntures sobe e percepção de risco cai. Disponível em: <https://www.euqueroinvestir.com/anbima-rentabilidade-das-debentures-sobe-e-percepcao-de-risco-cai/>. Acesso em: 16 maio 2021.

LUCCA, Newton de. As bolsas de valores e os valores mobiliários. *Simpósio sobre direito dos valores mobiliários*. Série Cadernos do Conselho da Justiça Federal, Brasília, CJF, n. 16, p. 132, 1999.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas – comentários à lei (arts. 121 a 188)*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades limitadas*. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

MARTINS, Eliseu *et al.* *Manual de contabilidade societária*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: empresa, empresários e sociedades*. 42. ed. rev. e ampl. por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2019. v. 1.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2015. v. 1, t. 2.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 59, p. 31-55, jul./set. 1985.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

MENDES, Francisco Schertel; CARVALHO, Vinicius Marques de. *Compliance: concorrência e combate à corrupção*. São Paulo: Trevisan Editora, 2017.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Livro II. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1946. v. IV.

MOLINA, Fabiana Ricardo. *Do regime jurídico das debêntures*. Mestrado (Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP, 2019.

MORAES, Alexandre de. *Direito constitucional*. 28. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A tipologia societária e sua função econômica. Dissolução parcial da sociedade anônima fechada, princípio da intangibilidade do capital e caráter institucional da empresa. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.) *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. v. IV.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin: 2013.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel; PERES, Fábio Henrique. Notas acerca das quotas no direito brasileiro. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

NUNES, Marcelo Guedes. Dissolução parcial na sociedade limitada. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de direito comercial: tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 2.

NUNES, Marcelo Guedes. *Jurimetria: como a estatística pode reinventar o direito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

OIOLI, Erik Frederico. Por que um “direito para startups”? In: OIOLI, Erik Frederico (Coord.). *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

PALMITER, Alan R. *Corporations: examples and explanations*. 6. ed. Nova Iorque: Aspen Publishers, 2009.

PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de capitais. *In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). Tratado de direito empresarial*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. v. 6.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Finanças da companhia. *In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PITTA, Andre Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. *In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PORTUGAL. *Decreto-Lei n. 160/87*. Disponível em: <https://dre.pt/web/guest/pesquisa/-/search/666356/details/maximized?jp=true>. Acesso em: 1º out. 2021.

REINO UNIDO. *Companies Act of 2006*. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukxi/2009/1804/part/6>. Acesso em: 28 set. 2021.

REINO UNIDO. *Companies Act of 2006*. Disponível em: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/755>. Acesso em: 28 set. 2021

RETTO, Marcel Gomes Bragança. *Sociedades limitadas*. Barueri: Manole, 2007.

ROVAI, Armando Luiz. *Debênture*. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (Coord.). Tomo: Direito comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. p. 3-4. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/218/edicao-1/debenture>. Acesso em: 26 abr. 2021.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

SALLES, Denise Chachamovitz Leão de. Das quotas preferenciais. *In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, Malheiros, n. 107, 1997.

SCHRAPPE, Camila; SOUZA, Gabriela Veras de. Alternativas de investimento em sociedades limitadas e a importância da emissão de debêntures como mecanismo de autonomia do empresário. *In: RAMUNNO, Pedro A. L. (Coord.). Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes.* São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SENADO FEDERAL. PLS 487/2013. p. 1. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4713964&ts=1594021376770&disposition=inline>. Acesso em: 8 jun. 2021.

SENADOR FEDERAL. PLS 3324/2020. p. 2-3. Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=8121372&ts=1596224075820&disposition=inline>. Acesso em: 9 jun. 2021.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática.* 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2105.

SOTRAN. Se você está procurando pela Sotran. Disponível em: <https://www.sotran.com.br/empresa/>. Acesso em: 27 set. 2021.

SZTAJN, Rachel. Direito societário e informação. *In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro.* São Paulo: Quartier Latin: 2013.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. As sociedades limitadas e o Projeto do novo Código Civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM.* São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 55, p. 162, jul./set. 1984.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada.* 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro.* São Paulo: Bushatsky, 1979.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro.* São Paulo: Bushatsky, 1979.

TELLECHEA, Rodrigo. *Autonomia privada no direito societário.* São Paulo: Quartier Latin, 2016.

TICIANELLI, Joelma. Limites objetivos e subjetivos do negócio jurídico na Constituição Federal de 1988. *In: LOTUFO, Renan (Coord.). Direito civil constitucional – Caderno 1.* São Paulo: Max Limonad, 1999.

TORRES, Heleno Taveira. *Direito constitucional tributário e segurança jurídica: metódica da segurança jurídica do sistema constitucional tributário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

UPCOUNSEL. LLC Stock. Disponível em: <https://www.upcounsel.com/llc-stock>. Acesso em: 28 set. 2021.

VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As sociedades limitadas e o mercado de capitais. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

VERÍSSIMO, Carla. *Compliance: incentivo à adoção de medidas anticorrupção*. São Paulo: Saraiva, 2017.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. Milão: Francesco Valardi, 1922.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

WARDE JR., Walfrido Jorge; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Regime especial da sociedade anônima simplificada*. São Paulo: Saraiva, 2013.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.