

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

JOÃO OTHAVYO DA LUZ

**ASSEMBLEIA DOS DEBENTURISTAS: DA ALTERAÇÃO DO PRAZO E O
PROBLEMA DA LIQUIDEZ**

**CURITIBA
2023**

JOÃO OTHAVYO DA LUZ

**ASSEMBLEIA DOS DEBENTURISTAS: DA ALTERAÇÃO DO PRAZO E O
PROBLEMA DA LIQUIDEZ**

**Artigo apresentado como requisito à
graduação, Curso de bacharel em Direito,
Universidade Federal do Paraná.**

**Orientador: Prof. Dr. Luiz Daniel Rodrigues
Haj Mussi**

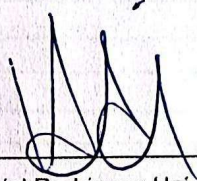
**CURITIBA
2023**

TERMO DE APROVAÇÃO

ASSEMBLEIA DOS DEBENTURISTAS: DA ALTERAÇÃO DO PRAZO E O PROBLEMA DA LIQUIDEZ

JOÃO OTHAVYO DA LUZ

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como requisito parcial para obtenção de Graduação no Curso de Direito, da Faculdade de Direito, Setor de Ciências jurídicas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Luiz Daniel Rodrigues Haj Mussi
Orientador

Coorientador

CARLOS JOAQUIM DE OLIVEIRA FRANCO Assinado de forma digital por CARLOS JOAQUIM DE OLIVEIRA FRANCO
Dados: 2023.12.13 18:44:32 -03'00'

Carlos Joaquim de Oliveira Franco
1º Membro



Documento assinado digitalmente
VINICIUS KLEIN
Data: 13/12/2023 19:10:14 -0300
Verifique em <https://validar.id.gov.br>

Vinicius Klein
2º Membro

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a figura da assembleia dos debenturistas sob a perspectiva do debenturista (titular de uma debênture) minoritário. A debênture, é um valor mobiliário, que serve para financiar os negócios de uma empresa; que ao mesmo tempo em que oferece ao investidor a oportunidade de captar recurso para o negócio, oferece ao debenturista (investidor), a possibilidade de obter alguma vantagem financeira. As debêntures têm um termo final, previsto em seu documento-mor que é a escritura de emissão da debênture. Diante disso, o objetivo do presente estudo, é saber os limites do poder da maioria nas assembleias de debenturistas (órgão de deliberação representante da comunhão dos debenturistas), quanto a alteração de condições constantes na escritura da emissão, mais especificamente, com o objetivo de verticalizar a discussão, o foco será na possibilidade de alteração no termo final da debênture, e como a alteração do prazo, por maioria, em assembleia, pode vir a impactar o debenturista minoritário que subscreveu o título.

Palavras-chave: Debêntures; Assembleia de debenturistas; Minoritário; Valores Mobiliários; Renda fixa.

ABSTRACT

The article aims to analyze the figure of the bondholders' meeting from the perspective of the minority bondholder (holder of a debenture or bond). The debenture is a securities instrument used to finance a company's operations. While providing the investor with the opportunity to raise funds for the business, it also offers the bondholder (investor) the possibility of gaining some financial advantage. Bonds have a fixed term specified in their governing document, which is the bond issuance deed. Therefore, the objective of this study is to understand the limits of the majority's power in bondholders' meetings (the deliberative body representing the community of bondholders) regarding changes to conditions stated in the bond issuance deed. More specifically, the focus will be on the possibility of altering the bond's final term and how such a change, decided by a majority in a meeting, may impact the minority bondholders' who subscribed to the security.

Keywords: Debentures; Bondholder's meeting; Minority; Securities; Fixed Income.

SUMÁRIO

1.	Introdução	1
2.	<i>A Natureza Jurídica das Debêntures</i>	3
3.	Das Espécies de Debênture	7
4.	A Instauração da Assembleia	10
5.	A alteração do prazo e como isso pode afetar o Debenturista Minoritário	15
6.	Conclusões finais;	18
7.	Referências	20

1. Introdução

O presente estudo tratará da comunhão de debenturistas, os limites de suas deliberações e como essas deliberações podem afetar o debenturista “minoritário”, em vista do caráter “impositório” das deliberações realizadas pela maioria. Para isso, além do escopo legislativo, foi realizada uma pesquisa doutrinária, bem como em artigos de revistas e periódicos, a fim de analisar como essas decisões podem impactar, na prática, o debenturista minoritário. Também será abordado dos problemas da aplicação por analogia das regras de Assembleia-geral de acionistas, previsto no art. 71, §2º, da Lei nº 6.404 de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), para a assembleia dos debenturistas.

As Debêntures são títulos de valor mobiliário, assim como as “ações”. No entanto, essas são títulos de “participação”, que dão ao investidor, seja pessoa física ou jurídica, o status de sócio. Já as Debêntures, são títulos de valores mobiliários de dívida e, portanto, não dão ao “debenturista” o status de “sócio” daquela sociedade empresária. Esses títulos, em sua maioria, são emitidos por empresas —com exceção das instituições financeiras —a fim de captar recursos para uma determinada sociedade empresária, seja para compor o caixa da empresa, seja para realizar algum investimento de retorno no médio/longo prazo.

Do ponto de vista do investidor, as Debêntures são títulos de renda fixa, nos quais rendem uma taxa de juros, prevista na escritura de sua emissão. Esses juros são pagos na forma prevista também nesse documento com prazo determinado. O “prazo” que daria fim a essa obrigação é de extrema relevância para o nosso estudo, pois o prazo determina o valor nominal da época da subscrição do título, devolvido em sua integralidade, cumulado com os juros previstos também na escritura da emissão.

Estabelecido o prazo final da debênture em sua escritura de emissão, somente por meio de assembleia dos debenturistas, que obedece aos termos da Lei nº 6.404 de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), poderá ser alterada.

A noção de "prazo" em uma debênture refere-se ao período de tempo estipulado para o vencimento ou resgate do título. Em termos simples, o prazo representa a duração a qual o investidor em debêntures "empresta" seus recursos para a empresa emissora. Durante esse período, a empresa é obrigada a cumprir as condições pré-acordadas (constantes na escritura da emissão), e ao final do prazo, o investidor tem o direito de receber de volta o valor investido, acrescido dos juros acordados.

Diante da possibilidade de alteração de termos que constam na escritura da debênture, trataremos nesse artigo, sob o ponto de vista da tutela dos direitos do investidor "minoritário", e na perspectiva da Lei das Sociedades por Ações, brasileira, como se pode dar essa alteração e em que medida essa alteração por deliberação da maioria do capital votante pode vir a prejudicar o minoritário ou causar alguma insegurança quanto ao investimento.

2. A Natureza Jurídica das Debêntures

Quanto a natureza jurídica do instituto jurídico das debêntures, cabe aqui discorrer sobre esse assunto que já fora muito discutido em meio a doutrina, tanto para um melhor entendimento acerca do instituto, como também consoante a finalidade de “definir”, no sentido etimológico da palavra (tem em sua origem o termo do latim *definire*, que significa explicar, limitar, determinar) o instituto objeto de nossa pesquisa.

Historicamente, o tema da natureza jurídica da debênture, fora muito discutido pela doutrina, sendo que uma das primeiras definições sobre a sua natureza jurídica, partiam do pressuposto de que a debênture tinha natureza de um “contrato de mútuo”. Essa noção, ainda que antiga, perdura forte até mesmo no âmbito acadêmico, devido ao impacto das obras de comercialistas clássicos. Embora essa noção pareça “acertada”, ela não é capaz de restringir o objeto de maneira suficiente para que possa se determinar a natureza jurídica das debêntures, diferenciando-a de outras espécies de títulos e até mesmo do contrato de mútuo.

É fato que uma debênture pode ter caráter de mútuo, no entanto, não pode ser reduzida unicamente a figura de simples “empréstimo”. O título pode ser utilizado para diversos outros negócios jurídicos, embora na prática seja pouco utilizado para tanto; e por ter essa abertura legal para ser utilizado em outros negócios jurídicos, que não somente o contrato de mútuo, é que ele não deve ser classificado como tal para fins acadêmicos, pois trataria com indiferença as próprias peculiaridades do título. Nas lições de Ascarelli, ele explica que:

As debêntures revestem uma obrigação atribuída à sociedade emissora e que pode ter como causa um mútuo, sendo que o título pode ser distribuído independentemente da existência desse tipo de contrato, por meio da distribuição de debêntures aos próprios credores. Nesse caso, defende que a causalidade do título seria o pagamento de uma dívida e, por consequência, o recebimento da importância pela sociedade não significaria a celebração de um contrato de mútuo. O título não serviria, portanto, para a captação ou contratação de um empréstimo, mas se configuraria como instrumento de dação em pagamento de

uma dívida, podendo, ainda, ser utilizado para a garantia de um débito próprio. (ASCARELLI, 2009, p.279-280 apud AMARAL, 2015, p. 37)¹

Para além somente disso, conforme dispõe a LSA, o empréstimo não é matéria que depende de autorização assemblear para ser realizado. Já as debêntures, necessitam de aprovação em assembleia ou reunião do conselho de administração, o que confere então um caráter especial para a debênture, tendo tratamento diferenciado em relação aos empréstimos segundo a legislação.

De forma posterior, diante da insuficiência da natureza contratual mutuária da debênture, os comercialistas, frente a uma ascendente nos estudos acerca da teoria geral dos títulos de crédito, passaram a enxergar e definir as debêntures como um dentre os possíveis “títulos de crédito”.

Essa nova teoria, é impulsionada diante da previsão do art. 52 da LSA (Lei das Sociedades por Ações), que contempla o direito de crédito que os titulares de debentures exercem perante a empresa. Dispõe a referida lei: “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” (Brasil, 1976). Fica claro, diante da leitura da legislação, o direito de crédito que nasce a partir da subscrição do valor nominal da debênture.

No entanto, embora tenhamos visto anteriormente que a debênture confere aos seus titulares um direito de crédito, alguns doutrinadores passam a entender que ela não é um simples título de crédito, que teria, portanto, características comuns ao cheque, nota promissória, letra de câmbio e etc... ou seja, que não seriam portadores das características mencionadas na clássica definição de Cesare Vivante “documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado” (VIVANTE,

¹ AMARAL, José Romeu Garcia. **Ensaio sobre o Regime Jurídico das Debêntures**. 2015, p.37; Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2023.

1911, [s.p.] apud LUCCA, 2018, [s.p.]² do qual seria possível extrair a característica da cartularidade, literalidade e autonomia. Assim também entendeu o ministro Luis Felipe Salomão, no julgamento do Recurso Especial nº 1.321.243.³ De maneira convergente a jurisprudência, afirma Modesto Carvalhosa (2011), que as debêntures, diante da teoria geral dos títulos de crédito, não portam as características da autonomia e da literalidade, por estarem vinculadas a deliberação em assembleia ou pelo conselho de administração; além de não gozarem de cartularidade, por se tratar de um título nominativo e escritural.

Embora a debênture tenha um caráter 'similar' aos títulos de crédito no que tange a sua função, a natureza jurídica do título de crédito *stricto sensu*, não é capaz de delimitar a natureza jurídica das debêntures, por não ter as características inerentes a esses títulos de crédito. Para além somente deste fato, há outro ponto em que os títulos de crédito *stricto sensu* se diferenciam das debêntures. Para entender melhor a afirmação anterior, recorreremos novamente aos ensinamentos de Ascarelli, que diferencia os 'títulos em série', de 'títulos individuais'.

Os títulos emitidos em série, ou em massa, são objeto de disciplina comum e conferem os mesmos direitos a seus titulares, dentro da mesma série. Classificam-se como títulos fungíveis e, normalmente, servem para o pagamento em longo prazo, atribuindo, muitas vezes em contrapartida, o direito à prestação periódica, além do reembolso do principal. Já nos títulos individuais, ou singulares, "a criação de cada título acompanha um negócio distinto, e o direito mencionado em um título pode divergir (no seu valor, vencimento, etc.) do direito mencionado (por exemplo, cambial)". Estes, por sua vez, são classificados como títulos infungíveis, utilizados para o pagamento em curto prazo, e que, por tal razão, não preveem o direito à prestação periódica.

Outra distinção marcante se faz em relação ao local de negociação dos títulos. Enquanto os títulos em série são formatados para negociação em mercados organizados (bolsas de valores ou mercados de balcão), os títulos individuais são negociados perante instituições financeiras ou particulares, não sendo admitidos naqueles mercados, o que restringe a sua circulação. Por tais razões, conclui Ascarelli que os títulos em série são "considerados como valores (*valeurs mobilières* na terminologia francesa, em oposição aos *effets de commerce*), objeto de aplicação de capital de especulação". (ASCARELLI, 2009, p.528-529 apud AMARAL, 2015, p.44)

² LUCCA, Newton De; DEZEM, Renata Mota Maciel. **Títulos de Crédito Eletrônicos**. Tomo Direito Comercial, Edição 1, Julho de 2018. Disponível em:

<<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/254/edicao-1/titulos-de-credito-eletronicos>>

³ Recurso Especial nº 1.321.243 - RJ (2012/0072888-9), Rel. Ministro Luis Felipe Salomão, 4ª turma. DJ: 18/06/2013, publicado em: 12/08/2013.

As debêntures são títulos emitidos em “série”, se diferenciando, mais uma vez, dos títulos de crédito *stricto sensu*, que são títulos emitidos de maneira “individual” segundo a definição de Ascarelli. As debêntures de uma mesma série, representam o mesmo negócio jurídico, dando um direito de prestação periódica, que os títulos de crédito não oferecem. Para além disso, as debêntures são negociadas em mercados organizados ou de balcão (em massa), e são fungíveis, uma vez que todos os títulos de uma mesma série oferecem os mesmos direitos ao portador, o que tornam eles idênticos entre si. Enquanto nos títulos individuais há uma relação entre duas pessoas, o titular e o adquirente, nos títulos em série há uma relação do emissor, com o mercado de valores mobiliários ou de investimento.

Para além somente da doutrina, e da jurisprudência, há respaldo legal quanto a natureza de valor mobiliário das debêntures. Esse respaldo está presente na Lei Nº 6.385, de 1976, em seu art. 2º, I, em redação dada pela lei nº 10.303 de 2001, expondo que dentre os valores mobiliários, são sujeitos a essa legislação, as ações, debêntures e o bônus de subscrição⁴; dispositivo que nos permite concluir, de maneira indutiva, que o ordenamento define as debêntures como uma das espécies do gênero “valores mobiliários”.

Para nosso estudo, portanto, partiremos do pressuposto de que as debêntures tem natureza de valor mobiliário, revestido de um caráter de título de dívida, que contendo a característica da “serialidade” em sua emissão, tem como função financiar um negócio e o seu desenvolvimento.⁵ Isso porque se trata da definição mais completa e que abrange todas características relevantes do título, conseguindo o diferenciar dos demais títulos de crédito, ao mesmo tempo em que restringe o objeto de estudo do presente trabalho.

⁴ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 21/11/2023

⁵ AMARAL, José Romeu Garcia. **Ensaio sobre o Regime Jurídico das Debêntures**. 2015, p.52

Disponível em: [https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-](https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf)

[093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf](https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf). Acesso em: 10 nov. 2023.

3. Das Espécies de Debênture

As debêntures podem ser classificadas de diversas formas, por exemplo: quanto a sua garantia que pode ser real, flutuante, quirografária ou subordinada, dentre várias outras formas possíveis. No entanto, a classificação das debêntures que nos interessará para o presente trabalho, é a sua classificação quanto ao seu “prazo final”, que estará previsto na escritura de sua emissão.

A escritura da emissão é o documento-mor do debenturista. A escritura de emissão, está para o debenturista —quanto ao grau de importância —como o estatuto social está para o acionista. Nesse documento, constam as condições da debênture, como por exemplo: valor nominal, taxa de juros a ser paga pela empresa, agente fiduciário, dentre diversos outros dados de extrema importância para o debenturista. Dentre essas informações, a que nos importará para o presente artigo, será o “prazo final” da debênture, ou seja, o dia em que o debenturista irá ter restituído para si o valor nominal da debênture pela empresa, juntamente com os proventos previstos na escritura da emissão, finalizando a obrigação entre ambos. Quanto ao prazo final da debênture, ela poderá ser de 3 (três) espécies: simples, perpétuas, ou conversíveis em ações (AMARAL, 2015).

As debêntures simples são as mais comuns e tem na sua escritura de emissão, de maneira explícita, a previsão de prazo final. Ao adquirir debêntures simples, os investidores recebem juros periodicamente e, ao final do prazo estipulado, o valor principal é restituído ao debenturista. Essas debêntures não têm características “especiais”, como conversibilidade em ações, e são consideradas uma forma tradicional de captação de recursos para as empresas.

Já as debêntures “conversíveis”, são as debêntures que na escritura da emissão, há a previsão da conversão do título da debênture, em “ações”, ou seja, em participação societária naquela empresa. A possibilidade de debêntures conversíveis em ações, está disposta no art. 57 da LSA, que diz o seguinte: “Art. 57. A debênture poderá ser

convertível em ações nas condições constantes da escritura de emissão [...]” (BRASIL, 1976), bastando constar o prazo para o exercício do direito à conversão, e o modo em que se dará a referida. Há uma discussão doutrinária sobre a possibilidade de “imposição” de conversão no prazo final da debênture, nesse sentido, segundo o disposto no inciso III do art. 57 da LSA, (BRASIL, 1976), que refere-se à conversão como um “direito a ser exercido”, embora prevista a possibilidade de conversão na escritura da emissão, é uma faculdade do debenturista receber o crédito em pecúnia, ou convertê-la em ações, “nesse passo, a conversibilidade da debênture em ações da emissora, não substitui esse direito de crédito, tratando-se tão somente de um *plus*” (FRANÇA, 2018, p. 122).

E por fim, temos as debêntures “perpétuas”, disciplinadas no art. 55, §4º, da LSA. As debêntures perpétuas são um tipo específico de instrumento financeiro utilizado por empresas para captar recursos no mercado. A característica distintiva dessas debêntures é a ausência de uma data de vencimento pré-determinada, ou seja, não há um prazo fixo para o reembolso do capital investido pelos detentores desses títulos.

Ao contrário das debêntures convencionais, que possuem uma data definida para o pagamento do principal ao investidor, as debêntures perpétuas são projetadas para pagar juros de forma contínua, sem a obrigação de reembolso do valor principal. Esses pagamentos de juros podem ser realizados em intervalos regulares, como semestrais ou anuais, e são calculados com base em uma taxa de juros fixa ou variável, estabelecida no momento da emissão. Esse entendimento é pacífico na doutrina.

Além das simples, tem-se no Brasil, uma espécie herdada do direito inglês que é denominada “debêntures perpétuas”, identificada pela ausência de termo final, em que o vencimento está sujeito a determinadas condições previstas no título (por exemplo, a inadimplência da obrigação de pagar juros e a dissolução da companhia), sendo ainda pouco utilizada pelos emissores. (AMARAL, 2015, p. 54).

Essa modalidade de debêntures tem uma natureza híbrida, combinando elementos típicos de títulos de dívida e características mais próximas de instrumentos de patrimônio. Enquanto os detentores têm a expectativa de receber pagamentos de juros, a falta de uma data de vencimento confere um caráter perpétuo à obrigação.

Para as empresas emissoras, a emissão de debêntures perpétuas oferece uma maior flexibilidade financeira, uma vez que não há a necessidade imediata de reembolsar o capital investido. Isso pode ser atrativo em situações em que as empresas buscam fontes de financiamento de longo prazo sem os constrangimentos associados a prazos de vencimento específicos.

No entanto, para os investidores, as debêntures perpétuas apresentam riscos distintos. A principal incerteza reside na ausência de uma data de vencimento, o que significa que os detentores dependem dos pagamentos contínuos de juros e da capacidade da empresa emissora de cumprir esses compromissos ao longo do tempo. Além disso, algumas debêntures perpétuas podem incluir cláusulas que permitem ao emissor resgatá-las antecipadamente, geralmente pelo inadimplemento das obrigações estabelecidas na escritura da emissão ou situação de insolvência da sociedade, o que pode impactar o retorno total para o investidor.

Devido ao seu caráter único, as debêntures perpétuas são menos comuns do que outras formas de títulos de dívida. A decisão de emitir ou investir em debêntures perpétuas deve ser cuidadosamente considerada, levando em conta os objetivos financeiros, a estratégia da empresa emissora e a tolerância ao risco dos investidores.

A espécie que mais nos interessará para o presente estudo é a debenture “simples”, também chamada de “ordinária”, ou seja, aquelas que contém um termo final explícito na escritura da emissão. Isso porque são as mais comumente utilizadas e, ante a impossibilidade de esgotar a temática em um simples artigo, mostra-se imprescindível a delimitação do objeto de estudo, com a humilde finalidade de diminuir a complexidade do estudo e proporcionar uma análise acurada sobre o assunto.

4. A Instauração da Assembleia

A assembleia dos debenturistas é um órgão de deliberação despersonalizado. Ela se justifica pela presença de interesses comuns, ou seja, na comunhão de interesses dos debenturistas. A assembleia dos debenturistas está prevista em nosso ordenamento no art. 71 da LSA e em seus parágrafos, podendo ser instaurada, nos termos do §1º, pelo agente emissor, agente fiduciário, CVM ou por debenturistas que representem ao menos 10% dos títulos em circulação (BRASIL, 1976). Cada título equivale à 1 (um) voto sobre a deliberação, ou seja —o voto de um debenturista é proporcional à quantidade de debêntures que ele possui —esse é o ponto “visceral”, para uma compreensão apurada do presente estudo. Isso porque, a previsão legal se limitar unicamente ao critério quantitativo de títulos (sem estabelecer limites legais), por muitas vezes, fará com que as deliberações correspondam não ao interesse de todos os debenturistas, ou pelo menos não em situação de mínima igualdade, e sim corresponda unicamente ao interesse dos majoritários, causando insegurança na posição desses players no mercado de debêntures, o que será discutido adiante.

A referida assembleia, segundo Romeu Garcia do Amaral (2015), é o órgão soberano de organização dos debenturistas e tem como competência deliberar todas as matérias de interesse comum dos debenturistas daquela emissão ou série. Essa assembleia será destinada ao agente fiduciário, que representará a comunhão de interesses dos debenturistas perante a empresa emissora. Em tese, segundo a nossa legislação, qualquer tema de interesse da comunhão dos debenturistas pode ser discutido e alterado na escritura da emissão, como previsto no art. 71 da LSA. No entanto, a Jurisprudência e a Doutrina, tem entendido de maneira divergente, e isso acaba por gerar diversas discussões acerca desses limites.

Dentre os poderes contratuais, como vimos, extrai-se da redação do §5º do art. 71 da LSA a possibilidade de a assembleia “aprovar modificação nas condições das debêntures”. Parece-nos que a disposição mencionada estende a competência para além das matérias de interesse comum dos debenturistas. Tem-se aí, na verdade, a permissão legal para que a assembleia delibere sobre qualquer matéria relativa à modificação nas condições das debêntures. Há, porém, na doutrina brasileira, entendimento intermediário que admite apenas as

modificações das condições acessórias por meio de deliberação da maioria dos debenturistas. Já as condições substanciais somente poderiam ser alteradas pela unanimidade dos titulares das debêntures em circulação. Como veremos mais adiante, tal distinção das condições, em razão de interpretação restritiva, e a consequente exigência de *quorum* unânime operam *contra legem*, já que o §5º do art. 71 da LSA é claro em fixar o *quorum* de maioria para as modificações das condições das debêntures. Válida é a regra hermenêutica: “onde a lei não restringe, não cabe ao intérprete restringir”. (AMARAL, 2015, p. 212)

Em suma, as condições substanciais e acessórias de uma debênture são elementos que compõem os termos e condições associados a esse tipo específico de título emitido por uma empresa. Essas condições ajudam a definir os direitos e obrigações tanto da empresa emissora quanto dos detentores das debêntures. Quanto a exemplos de condições substanciais, que não deveriam ser passíveis de alteração por maioria simples segundo a doutrina, estaria a taxa de juros e a forma de amortização do valor principal, se seria de maneira parcelada ou integral. Já quanto às condições acessórias, estariam contidas as garantias, cláusulas covenants, condições de resgate antecipado e a conversibilidade. Essas condições, tanto as substanciais, quanto as acessórias, são detalhadas no prospecto da emissão, ou seja, o documento que a empresa disponibiliza aos investidores interessados.

Segundo esse entendimento, o princípio majoritário é aplicado somente nas deliberações de condições acessórias, enquanto nas condições substanciais, deveria ser deliberado pela “unanimidade” dos debenturistas. Na prática de mercado, segundo França (2018), tem sido comum incluir necessidade de quórum mais elevado para algumas deliberações específicas previstas na escritura da emissão, e em alguns casos, exigindo até mesmo a unanimidade. No entanto, é importante reforçar que não há previsão legal estabelecida quanto a isso, o que gera um quadro de relevante insegurança jurídica aos titulares das debêntures, principalmente, àqueles minoritários.

A questão principal, é saber se o princípio majoritário, sempre dará a chancela necessária para qualquer alteração nas condições previstas na escritura da emissão. A maioria (representada pela maioria das debentures) sempre poderia submeter os debenturistas minoritários a decisão daqueles? A aplicação por analogia das disposições da LSA quanto a assembleia dos acionistas para a assembleia dos debenturistas,

prevista no art. 71 em seu §2º seria suficiente para preencher as omissões da lei referente aos interesses dos debenturistas? Ascarelli, ao falar sobre o quórum de maioria na assembleia dos acionistas, e suas limitações, propõe a analogia para a limitação e restrição dos poderes de deliberação da assembleia dos debenturistas.

Pode-se, por analogia, lembrar haver, mesmo da disciplina das assembleias dos acionistas, limites aos poderes da maioria, sendo pacífico dever, a deliberação, não só respeitar as normas ditadas quanto à convocação da assembleia e ao procedimento das suas deliberações, mas as que dizem respeito aos direitos inderrogáveis do acionista e, portanto, aos limites dos poderes da maioria. Análogo problema surge quanto às assembleias dos debenturistas e às deliberações destas (ASCARELLI, 2008, p.735)

Um exemplo de limitação constante em nosso ordenamento quanto ao sócio de uma sociedade por ações, está disciplinada no art. 109 da LSA, que cita direitos essenciais que são como limitações ao poder de deliberação da assembleia geral de acionistas, vejamos:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
I - participar dos lucros sociais;
II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;
IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)
V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei. (BRASIL, 1976)⁶

Isso porque, esses são direitos “essenciais” do acionista, nas palavras de França, “São direitos substanciais à qualidade de sócio, de forma que, se pudessem ser suprimidos por forçada maioria, o sócio não haveria ingressado na sociedade, investindo nela uma parcela do seu patrimônio” (2018, p.117). Da mesma forma, deve-se ter direitos fundamentais do debenturista, àqueles sob os quais não haveria sentido a subscrição do título se não lhe fosse assegurado esses direitos. Qualquer ato praticado em contrariedade a esse disposto, seria eivado de nulidade. No entanto, não há qualquer previsão expressa sobre o conteúdo desses direitos quanto aos debenturistas, e como a

⁶ Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 01, dez. 2023.

natureza jurídica do instituto jurídico das debêntures se difere das “ações”, há uma lacuna legislativa aqui, onde não há como se resolver por analogia simples, em matéria de determinação desses direitos “essenciais” do debenturista. Para um melhor entendimento, não há, por exemplo, como aplicar por analogia o inciso “I” do artigo supracitado, isso porque, o direito a participação nos lucros sociais (dividendos), é um direito do acionista, que goza do status de sócio da empresa, status esse, que o debenturista não goza, e o mesmo serve para os outros incisos. Todos os incisos supracitados, não podem ser aplicados por analogia, pelo fato de o debenturista não gozar do status de sócio; no entanto, isso não significa que eles não tenham direitos essenciais, embora a legislação não os ampare explicitamente.

Diante dessa reflexão, recorreremos às categorias doutrinárias de condições Substanciais e Acessórias, para então conseguirmos extrair, por meio de uma árdua tarefa, ou pelo menos questionar, quais seriam os direitos fundamentais do debenturista, e se a mudança do prazo, constituiria direito “substancial” do detentor deste título.

As condições ditas “substanciais”, seriam essas condições sem as quais o investidor não haveria adquirido o status de debenturista naquele determinado negócio. Portanto, seria aquilo que iria ferir os direitos fundamentais dos debenturistas, e, por isso, não poderia ser objeto de deliberação por maioria da assembleia. Já as condições acessórias, seriam àquelas que poderiam ser alteradas sem um prejuízo substancial, ou seja, àquelas sob as quais mesmo sabendo dos riscos, o debenturista aceitaria subscrever o título nas condições propostas na escritura da emissão.

A Doutrina Majoritária, quanto ao assunto, no entanto, defende que o conteúdo substancial, é aquele que está ligado diretamente ao valor patrimonial (do crédito), enquanto que as condições acessórias seriam aquelas que complementariam o primeiro (EIZIRIK, 2015)⁷. Nesse sentido também fora o entendimento do ministro Ruy Rosado de Aguiar em seu voto, no Recurso Especial Nº 303.825 - SP (20010018261-5).

⁷ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 479-481.

O valor das debêntures não é condição que possa ser alterada por decisão da assembleia geral, nos termos do disposto no artigo 71, §5º, da Lei 6404/76, pois diz com a própria essência dos títulos, assim como ficou bem explicado no respeitável acórdão, do qual extraio parte da fundamentação do voto vencedor do ilustre Des Ivan Sartori: "No merecimento, tem-se por inconcusso que o valor das debêntures não diz com suas condições, mas com a própria essência dessa modalidade titular, que sem aquele não pode existir. Por conseguinte, não é possível a redução de que trata a assembleia em que se funda a autora, limitada que está a possibilidade de alteração às condições (art. 7, § 5º, da Lei Societária)". Também assim constou do voto do em. Des. César Peluso, nesse ponto concordante: "É que, à luz do art. 71, § 5º, da Lei federal nº 6404, de 15 dezembro de 1976, não está a assembleia autorizada a modificar o valor unitário das debêntures"(STJ, 2001, n.p.)⁸

Fica claro, portanto, que existem condições “substanciais”, e que, portanto, essas não são passíveis de alteração perante a jurisprudência. Parte da doutrina, no entanto, acredita que o quórum de aprovação para deliberar sobre condição substancial, deve ser a unanimidade. Ambas as correntes reconhecem, portanto, a força dessas condições substanciais e as diferenciam das “acessórias” em seu grau de fundamentalidade.

Embora haja o reconhecimento por ambas fontes do direito, e boa parte da doutrina trate realmente como condição substancial somente às questões relativas ao “valor” do crédito, há outra condição que é muito importante para o debenturista: o “termo final”, ou “prazo”. Sobre essas, Nelson Eizirik afirma serem condições “acessórias”, pois somente complementam o direito de crédito.⁹ Portanto, se sujeitam ao princípio majoritário, ou “quórum mínimo” legalmente previsto, ou seja, no mínimo maioria simples, caso a escritura da emissão não tenha previsto quórum maior anteriormente.

⁸ STJ. RECURSO ESPECIAL: REsp 303825 - SP (20010018261-5). Relator: Ministro Ruy Rosado Aguiar. DJ: 19/06/2001.

⁹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.p. 481.

5. A alteração do Prazo e como isso pode afetar o Debenturista Minoritário

Como fora visto em seção anterior, a “alteração do prazo”, segundo a doutrina, não constitui condição substancial de uma debênture e, portanto, não goza de mesma tutela jurídica, por não ser condição diretamente ligada ao valor patrimonial básico do título; por isso, ela acaba ficando sujeita a alteração por quórum mínimo determinado pela escritura da emissão, ou em caso de omissão na escritura, a quantidade que represente a maioria simples das debêntures em circulação.

Nuno Barbosa assevera que “os obrigacionistas passam a ter um regime próprio que os distingue de credores comuns e que se caracteriza essencialmente pela fusão das vontades individuais numa só que lhes é imputada ao abrigo do princípio majoritário”. A adoção do princípio majoritário acarreta, inevitavelmente, a redução da esfera de liberdade individual em prol do interesse comum, extraindo-se a vontade da maioria a partir do ato colegial. Acresce-se ao espaço de conformação bilateral, nas palavras do jurista português, a dimensão colegial, posto que a autonomia da vontade dos demais debenturistas, em razão da adoção do princípio majoritário. Revela-se, assim, uma estrutura tripartite de declarações de vontade: “a própria, a da entidade emitente e a dos restantes membros da organização”. (AMARAL, 2015, p. 201)

Diante desse quadro, surge a problemática do minoritário no caso da alteração do prazo final da debênture. O debenturista tem um poder de voto nas deliberações, que é proporcional a quantidade de debêntures que ele possui daquela série ou emissão. Isso coloca o minoritário em estágio de maior vulnerabilidade, ou até mesmo uma posição de submissão, quanto a deliberação de uma condição que embora não seja classificada como substancial (por maioria da doutrina), é de extrema importância.

Por exemplo, no caso de prorrogação do prazo da debênture, o resgate do valor inicial (principal), será igualmente prorrogado, e o debenturista poderia estar contanto com a entrada daquela quantia para a gestão de suas finanças, ou seja, contando com o retorno do seu investimento naquela data que representava o termo final. Caso ele não receba a quantia em termo final previsto anteriormente, por motivo de prorrogação deliberada em assembleia pela maioria, caso ele tenha realizado algum compromisso em pecúnia nas proximidades daquele prazo, no qual ele contava com a restituição do valor

para arcar com esta responsabilidade, ele poderá ficar desamparado, ou ainda, tendo que recorrer ao mercado secundário de debêntures para a venda do título antes de findar o novo prazo. Portanto, embora não haja mudança na quantia/valor, há uma mudança em um ponto sensível que é na condição do pagamento. É um ponto sensível, principalmente do ponto de vista do minoritário, e isso será explorado a seguir.

Do ponto de vista do minoritário, parece-me que o prazo no qual se firma que receberia uma quantia em dinheiro, parece ser uma cláusula pela qual, se houvesse a probabilidade de ser alterada, o debenturista não haveria subscrito o título sabendo da possibilidade de mudança das regras do jogo após o jogo já haver iniciado.

Diante disso, há que se falar na possibilidade de ‘transferibilidade’, ou ainda a ‘circulabilidade’ do título. Essas parecem apresentar conteúdo que remete a uma autonomia do indivíduo que tem a liberdade de aceitar ou não as novas condições da escritura.

No entanto, cabe ressaltar aqui, que as debêntures, diferente das ações, são títulos que detêm uma menor “liquidez” no mercado secundário, como expõe Maluf (2011), que revela ser a baixa liquidez da debênture um grande limitador do seu crescimento no mercado; o que dificultaria a venda do título em mercado secundário pelo minoritário que teve seu interesse vencido em assembleia que deliberou pela prorrogação do prazo. Diante disso, caso o minoritário tenha que vender seu título, a baixa liquidez, poderia fazê-lo sair no prejuízo, vendendo o título por valor inferior ao avaliado, no mercado secundário, já que este é regido pela oferta e demanda.

Embora tratando do direito de conversão de debênture, contra a imposição da previsão de conversibilidade da debênture, França argumenta de maneira convergente à necessidade de tutela de condição substancial no prazo das debêntures.

A certeza quanto ao retorno do investimento – ou ao menos quanto à obrigatoriedade do emissor nesse sentido – é elemento fundamental para a decisão do investidor. Afinal, houvesse a

possibilidade de tal direito lhe ser suprimido, o investidor não arriscaria uma parcela do seu patrimônio. Dessa forma, se tomada por maioria, a deliberação da assembleia geral de debenturistas que torna obrigatória a conversão das debêntures em ações —preferenciais é manifestamente ilegal, pois retirado debenturista discordante justamente esse direito essencial, que é o de receber a quantia investida na aquisição do título, acrescida da remuneração pactuada. (FRANÇA, 2018, p.131)

A argumentação, é no sentido da certeza do retorno do investimento nos termos acordados inicialmente na escritura, sendo que a possibilidade da alteração dessa condição, por meio de deliberação de maioria simples, faria com que o debenturista não realizasse tal investimento (devido a “insegurança” quanto ao recebimento ou a data de recebimento). A argumentação faz sentido, pois se com quórum mínimo pode ser alterado o prazo em que o debenturista receberia a remuneração pactuada, isso também daria o direito do debenturista repactuar diversas vezes o prazo final (por ausência de limitação legal), ou ainda, tornar a debênture que antes era da espécie “simples/ordinária” em uma debênture perpétua (sem prazo final) desde que, com o aval da maioria. A condição do prazo, portanto, parece de extrema relevância, e substancial para a aderência do investidor. Assim como a depender do valor pago, o prazo para o retorno do investimento é ponto crucial para realizar ou não o investimento.

Sucessivas prorrogações, ou a possibilidade de alteração da espécie de debenture, pode vir a “lesar” até mesmo a poupança popular, ou seja, o investidor com menor nível de informação, que tendo sua previsão de retorno dos investimentos em prazo frustrado, pode se ver obrigado a negociar o título em mercado secundário, por valor abaixo do valor real do título, devido ao problema da “liquidez” no mercado das debntures quando comparado, por exemplo, com o mercado de ações.

6. Conclusões Finais

Retomando o que fora discorrido durante a introdução do estudo, o presente artigo tratou da temática da possibilidade de alteração do prazo final de uma debênture, por meio da assembleia dos debenturistas, sobre a perspectiva da tutela dos direitos do investidor “minoritário”.

Diante o exposto, é evidente que àquela pessoa que ao realizar o ato de subscrever uma debênture, espera receber uma remuneração, que por sua vez, encontra-se na escritura da emissão, documento-mor do debenturista.

No entanto, a possibilidade de alteração das condições da debenture, acabam por colocar em xeque alguns de seus termos e condições. Para tanto, a doutrina e a jurisprudência lançam mão de categorias na tentativa de tutelar os direitos do debenturista, como é o exemplo das condições acessórias e condições substanciais de uma debênture, sendo estas as condições sob as quais a debenture existe e, portanto, não devem ser passíveis de alteração por maioria simples, e aquelas, as condições que complementariam a primeira, e, portanto, passíveis de alteração por maioria simples.

O problema advindo dessa classificação, é que o ‘critério’ para determinar o que é substancial, ou acessório, é o valor patrimonial direto. O critério de classificação, no entanto, coloca o prazo como um critério acessório, passível de menor tutela. O fato é que a condição do prazo é considerada crucial para a aderência do investidor, o que contraria o argumento doutrinário principal, que tenta justificar a “substancialidade” da condição prevista na emissão.

Múltiplas prorrogações ou a possibilidade de modificar a categoria da debênture para “perpétua”, pode lesar não somente o investidor qualificado, mas até mesmo os investidores menos informados, afetando a poupança popular. Isso significa que aqueles com menos conhecimento, ao terem suas expectativas de retorno de investimento desapontadas devido a prazos estendidos, podem ser compelidos a vender o título no

mercado secundário por um valor inferior ao seu real, devido à falta de liquidez nas debêntures em comparação com o mercado de ações.

Embora na prática, algumas debêntures, em sua escritura de emissão, já prevejam um quórum especial para à deliberação quanto ao prazo de uma debênture, como o quórum de “dupla maioria” (maioria do capital votante, conjugado com a maioria dos debenturistas), a ausência de especificação legal sobre quais as condições passíveis de alteração, podem causar uma série de abusos pelos majoritários, inclusive àqueles que também gozam do status de sócio e podem, optar por prorrogar o prazo, devido ao interesse desse player enquanto sócio, sobrepujando o interesse dele enquanto a simples debenturista da empresa, e dos demais debenturistas.

Em suma, há diversas possibilidades ainda inexploradas na pesquisa, e o questionamento que nos guiou do início ao final, fora os limites do que pode ou não ser alterado mediante deliberação de assembleia dos debenturistas, tendo como conclusão, que os critérios ainda são incompletos, ou contraditórios quanto à argumentação em prol do prazo como “condição acessória”. Concluimos também, que a alteração do prazo, pode acarretar em um dano substancial para o debenturista minoritário, que teve seu interesse vencido em assembleia, pois caso precise realizar a venda desse título em mercado secundário, sofrerá com o problema da falta de liquidez deste mercado, característica que além de prejudicar o minoritário, poderia se tornar característica negativa perante pretendentes ao mercado de debêntures, uma vez que seria um mercado dotado de maior insegurança e instabilidade quanto à algo que é “visceral” para a escolha do investidor minoritário na hora de subscrever, ou não, ao título: o prazo de vencimento, no qual ele receberia o valor inicialmente investido.

7. Referências Bibliográficas

AMARAL, José Romeu Garcia. Ensaio sobre o Regime Jurídico das Debêntures. 2015, Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/publico/Versao_Completa_Ensaio_sobre_o_regime_juridico_das_debentures.pdf>. Acesso em: 10, nov. 2023.

ASCARELLI, Tullio. Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. São Paulo: Quórum, 2008

ASCARELLI, Tulio. Teoria Geral dos Títulos de Crédito. 2. ed. Tradução de Nicolau Nazo. São Paulo, SP: Saraiva, 1969.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Das debêntures. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

CAMPINHO, S. Notas breves sobre o agente fiduciário dos debenturistas e sua legitimação processual. Revista Semestral de Direito Empresarial, n. 2, p. 51–69, 1 jan. 2008.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Saraiva, 2011

COMPARATO, Fábio Konder. Novos ensaios e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981

COMPARATO, Fabio Konder. FILHO, Calixto Salomão. O Poder do Controle na Sociedade Anônima. Ed. 5, Rio de Janeiro: Forense, 2008.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada – artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FRANÇA, L. C. M. Conversão obrigatória de debêntures: limites ao poder da maioria. Revista Semestral de Direito Empresarial, n. 22, p. 111–131, 2018. Disponível em: <https://www.e-publicacoes.uerj.br/rsde/article/view/75805/pdf>. Acesso em 20, nov. 2023.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Invalidez das deliberações de assembleia das S/A. São Paulo: Malheiros, 1999.

LINTZ, B.; SANTOS. Debêntures conversíveis: a falta de disciplina legal quanto aos direitos dos debenturistas nos casos de reorganizações societárias. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/16660/1/PRArt213367_Debentures%20conversiveis_compl_P_BD.pdf. Acesso em: 1 dez. 2023.

LUCCA, Newton De; DEZEM, Renata Mota Maciel. Títulos de Crédito Eletrônicos. Tomo Direito Comercial, Edição 1, Julho de 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/254/edicao-1/titulos-de-credito-eletronicos>. Acesso em 12, nov. 2023.

MALUF, Luiz Rafael de Vargas. Renda Fixa Ganha “Novo Mercado”. In: Revista Capital Aberto. Ano 8. Nº 93. Maio, 2011. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/pageflip/93/93/assets/basic-html/page33.html>. Acesso em: 13, nov. 2023.

MOLINA, Fabiana Ricardo. Do Regime Jurídico das Debêntures. [s.l: s.n.]. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdf>. Acesso em: 4 dez. 2023.

MUSSI, Luiz Daniel Rodrigues Haj. Suspensão do Exercício dos Direitos do Acionista. 2015. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-08122015-081500/publico/Tese_Completa_HAJ_MUSSI_2015.pdf. Acesso em: 16 nov. 2023.

STJ. RECURSO ESPECIAL: REsp 303825 - SP (20010018261-5). Relator: Ministro Ruy Rosado Aguiar. DJ: 19/06/2001.

STJ. (10 de 11 de 2023). *RECURSO ESPECIAL Nº 1.321.243 - RJ (2012/0072888-9)*. Relator: Ministro Luís Felipe Salomão. DJ 18/06/2013. Fonte: STJ: https://processo.stj.jus.br/processo/pesquisa/?src=1.1.3&aplicacao=processos.ea&tipoPesquisa=tipoPesquisaGenerica&num_registro=201200728889

TOMAZELLA, Carla Mosna. Proteção de Acionistas e Credores nas operações de incorporação Envolvendo Sociedades Anônimas. 2011. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-31072012-144415/publico/Tomazella_Carla_Mosna_Protecao_de_Acionistas_e_Credores_n.pdf.