MARIA LETICIA MISE YOKOMIZO MIRANDA
RA00207904

COMPARATIVO ENTRE OS REGIMES JURIDICOS DAS DEBÊNTURES E DAS NOTAS COMERCIAIS À LUZ DA LEI Nº 14.195/21: AS DIFERENTES FORMAS DE CAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES E COMPANHIAS.

MONOGRAFIA: GRADUAÇÃO

ORIENTADORA: PROFA. ALESSANDRA RIVERALAINEZ TRIDENTE

DIREITO COMERCIAL
FACULDADE DE DIREITO DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
SÃO PAULO
2022

MARIA LETICIA MISE YOKOMIZO MIRANDA

RA00207904

COMPARATIVO ENTRE OS REGIMES JURIDICOS DAS DEBÊNTURES E DAS NOTAS COMERCIAIS À LUZ DA LEI Nº 14.195/21: AS DIFERENTES FORMAS DE CAPITALIZAÇÃO DAS SOCIEDADES E COMPANHIAS.

Trabalho de Monografia apresentado ao curso de Direito, área Direito Comercial da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito parcial para a Obtenção do grau de Bacharel em Direto.

FACULDADE DE DIREITO DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2022

BANCA EXAMINADORA:

Orientadora: Professora Alessandra Riveralainez Tridente

Professor Arguidor: _____

Em homenagem à minha bisavó Fumico Nomura e ao meu avô Hildegardo Miranda, que faleceram este ano e, infelizmente, não puderam me ver formar.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço aos meus pais, por me incentivarem e ajudarem a realizar um dos meus maiores sonhos: me formar em Direito.

Agradeço aos meus avós que me deram puxões de orelha necessários e o maior apoio do mundo para a realização deste trabalho. Em especial, a minha avó Marilene que fez a correção ortográfica do trabalho, com todo carinho. E agradeço a todos da minha família por sempre acreditarem no meu potencial.

Agradeço às minhas melhores amigas Helena Borges, Helena Barros e Luana Ribau por me apoiarem, e viverem comigo, nos últimos 5 anos, essa loucura chamada faculdade de Direito. E também a todos os meus amigos, que entenderam a minha ausência, enquanto me dedicava a esse trabalho, e me deram forças para continuar.

Não tenho palavras suficientes para agradecer à minha orientadora Alessandra Tridente, pelos ótimos conselhos, pelo incentivo ao longo do caminho, e por ser tão compreensiva.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar o regime jurídico das debêntures e das notas comerciais, a partir da Lei nº 14.195/21, que estabeleceu um regime específico para as notas comerciais que passaram a ser chamadas de "debêntures para sociedade limitada". Além disso, será analisada a origem etimológica e histórica das debêntures, bem como tal instrumento foi inserido na legislação brasileira, até se consolidar através da Lei das S.A. (Lei nº6.404/76), outrossim, será trazido à baila a sua forma de emissão e suas características Em seguida, será pormenorizado o regime jurídico das notas comerciais antes da promulgação da Lei 14.195/21 e as alterações trazidas pela referida Lei. Por fim, serão demonstrados os pontos de convergência e divergência entre as debêntures e as notas comerciais, além de analisar os prós e contras de cada um dos instrumentos.

Palavras-chave: Debêntures. Lei das S.A. Notas Comerciais. Lei 14.195/21. Comissão de Valores Mobiliários. Títulos de Crédito. Valores Mobiliários.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the legal regime of debentures and commercial notes, starting with Law no. 14.195/21, which established a specific regime for commercial notes, which are now called "debentures for limited liability companies". In addition, the etymological and historical origin of debentures will be analyzed, as well as how such instrument was inserted in the Brazilian legislation, until it was consolidated through the Brazilian Corporate Law (Law n.6.404/76). Finally, the points of convergence and divergence between debentures and commercial notes will be demonstrated, as well as the pros and cons of each of the instruments.

Keywords: Debentures. Brazilian Corporate Law. Commercial Notes. Law 14.195/21. Brazilian Securities and Exchange Commission. Credit Securities. Securities.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 52
Figura 2 56
Figura 3 57
Figura 4 59
Figura 5 60

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Lei 6.404/76, Lei das S.A. ou LSA	Lei das Sociedades por Ações (“Lei das S.A.”) Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ICVM	Instrução CVM
JUCESP	Junta Comercial do Estado de São Paulo
Limitada	Sociedade limitada
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.
S.A.	Sociedade Anônima
BIS	Bank for International Settlements
SEC	Securities And Exchange Comission (Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 12

2. AS DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA 13

2.1. Panorama histórico das debêntures 13

2.2. Regulamentação das Debêntures no Direito Brasileiro 15

2.2.1. Lei do Mercado de Capitais – Lei 4.728/1965 20

2.2.2. Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404/1976 21

2.2.3. Lei do Mercado de Valores Mobiliários – Lei 6.385/1976 22

2.2.4. Legislações posteriores 23

2.3. Características das Debêntures 24

2.3.1. Conceito de debênture 24

2.3.2. Comunhão de Interesses – Teoria do Mútuo 26

2.3.3. Debêntures nominativas e escriturais 27

2.3.4. Quanto à Conversibilidade 28

2.3.5. Quanto à Garantia ou Espécie 30

2.3.6. Competência para deliberar sobre a emissão de debêntures 31

2.3.7. Remuneração 32

2.3.8. Vencimento, amortização e resgate 33

2.3.9. A figura do Agente Fiduciário 35

2.4. Títulos correlatos às debêntures 36

2.5. Debêntures no direito comparado 37

3. AS NOTAS COMERCIAIS NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA 38

3.1. As Notas Comerciais antes da Lei 14.195/21 38

3.1.1. Instrução CVM 566/15 40

3.2. Conceito das Notas Comerciais 42

3.3. Características das Notas Comerciais com base na Lei 14.195/21 44

3.4. Novidades trazidas pela Lei 14.195/21 45

3.4.1. Emissão Pública 46

3.4.2. Emissão Privada 47

3.5. Breve comparativo entre Notas Comerciais e o Commercial Paper norte-americano. 49

4. COMPARATIVO ENTRE AS DEBÊNTURES E AS NOTAS COMERCIAIS 51

4.1. Forma e despesas de registro 51

4.2. Modo de deliberação dentro das Sociedades/Companhias 54

4.3. Aceitação entre os investidores 55

4.4. O agente fiduciário 60

4.5. Formas de alteração 62

4.6. Emissão de debêntures por Sociedade Limitada 63

5.CONCLUSÃO 66

BIBLIOGRAFIA 70

1. INTRODUÇÃO

O tema escolhido para realização da presente pesquisa e trabalho de conclusão de curso sintetiza-se no estudo do regime jurídico das debêntures e das notas comerciais, a partir da Lei nº 14.195/21, que estabeleceu um regime específico para as notas comerciais que passaram a ser chamadas de "debêntures para sociedade limitada". Além disso, esse trabalho, tem como objetivo ponderar sobre a alteração do regime jurídico das notas comerciais, bem como, entender se tal alteração foi acertada pelo legislador, e se os investidores, após um ano da vigência da referida Lei, passaram a aceitar tal instrumento como uma nova alternativa de capitalização das sociedades e companhias.

No presente estudo, analisar-se-á, inicialmente, a origem histórica das debêntures no mundo; na sequência serão analisadas as alterações na legislação brasileira as quais levaram à forma prevista na Lei 6.404/76 – Lei das S.A.-, isto é, demonstrando a construção do seu regime jurídico, e sua extrema importância dentro dos títulos de crédito/valores mobiliários, bem como para as empresas que as emitem. Ademais, serão exploradas as características das debêntures, e suas formas de emissão na atualidade.

Demonstrar-se-á também a construção do regime jurídico das notas comerciais, de como em um primeiro momento eram equiparadas às notas promissórias, explorando as características desse instrumento. Sendo assim, na sequência serão examinadas as alterações trazidas através da promulgação da Lei 14.195/21, que alterou pontos significativos do regime jurídico das notas comerciais, que passaram a ser mais próximas das debêntures, inclusive, ganhando o apelido de "debêntures para limitadas".

A seguir, será feito um estudo doutrinário acerca dos pontos de convergência e divergência entre os dois títulos de crédito, e como são vistos pelo mercado e pelos investidores que se utilizam de ambos. Além do mais, o presente trabalho demonstrará os prós e contras de cada um dos títulos.

A conclusão será feita com os temas tratados durante o trabalho ponderando todos os argumentos apresentados.

2. AS DEBÊNTURES NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA

2.1. Panorama histórico das debêntures

Antes de se apresentar o contexto histórico do surgimento e posterior desenvolvimento das debêntures, é preciso entender a origem dessa palavra, Eduardo de Carvalho[1], traz o seguinte conceito da palavra debênture:

> "Debênture ou debêntura, neologismo advindo do médio ou do velho inglês (middle ou old English) *debentur*, que por sua vez adotou do latim (voz passiva do verbo *debeor*, *deberis*, *deberi*, *debitus sum* = ser devido), por se iniciarem os recibos ou títulos de dívida com as palavras latinas *debentur mihi*, são-me devidos, devem-me."

Carvalho ainda esclarece que incialmente as debêntures eram "uma confissão escrita de dívida, ou um certificado assinado por oficial ou corporação pública, como documento de um débito; quase exclusivamente usado como instrumento de confissão de obrigações de corporações de grandes capitais, emitindo com o fim de ser comerciado como investimento de capital"[2].

Desse modo, entende-se que a partir da sua origem etimológica, as debêntures são um instrumento de crédito, uma vez que o conceito da palavra diz que se deve algo a alguém. Aliás, pode-se entender como uma dívida tomada para a capitalização de uma atividade mercantil.

As debêntures nascem da necessidade de crescimento e expansão: da conquista de novos mercados e territórios. Sendo assim, cria-se tal instituto para angariar fundos seja para o Estado ou para as companhias de comércio, como veremos a seguir. É necessário destacar, que a história das debêntures se entrelaça com a história da economia mundial, e ambas evoluem em conjunto com o passar do tempo[3].

Durante a Idade Média, as debêntures eram utilizadas como forma de financiamento do Estado, conforme explica José Romeu Garcia do Amaral[4]:

---

[1] CARVALHO, Eduardo de. **Teoria e prática das sociedades anônimas**. São Paulo: José Bushatsky, 1960, p.456, *apud*, PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. São Paulo: Saraiva, 1972-1973, v.3.p.150.

[2] CARVALHO, ob.cit., p.456.

[3] MOLINA, Fabiana Ricardo. **DO REGIME JURÍDICO DAS DEBÊNTURES**. 2019. Dissertação de Mestrado (Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), [*S. l.*], 2019. Disponível em: https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdfhttps://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdf. Acesso em: 1 set. 2022.p.14.

[4] AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 21.

> "As primeiras características do empréstimo debenturístico surgiram na Idade Média. Criava-se, desde então, uma obrigação do Estado em favor daqueles indivíduos que contribuíssem para o financiamento de empreendimentos públicos, evitando o aumento de impostos e buscando recursos junto ao público para as mais diversas finalidades. [...]"

Além desse fato, as debêntures também foram utilizadas para capitalizar e financiar as companhias de comércio e colonização, como demonstram os registros, durante os anos de 1671 e 1674, da Hudson's Bay Company, uma das mais antigas companhias de comércio, foram emitidas debêntures para fomentar a exploração comercial de outros territórios[5].

Isto posto, entende-se que desde os primórdios as debêntures tinham como finalidade financiar companhias, para que estas pudessem funcionar e atingir seus objetivos comerciais. Ou seja, conquistar novos territórios, para explorá-los e capitalizar as mercadorias encontradas nos mesmos.

José Romeu Garcia do Amaral ao citar Edmur Andrade Nunes Pereira Neto, que apresenta a ideia do jurista italiano Dario Velo, demonstra que as debêntures conversíveis em ações foram utilizadas pelas primeiras vezes no século XVII, passando a ter ampla aplicação apenas no século XVIII[6]. As debêntures conversíveis serão explicadas no presente trabalho, e serão de extrema importância para as conclusões e debates a respeito da emissão de debêntures.

Além desse fato, José Romeu ao citar Edmur Andrade Nunes Pereira, esclarece que a partir do Mortgage Debentures Act, de 1865, o uso da palavra debêntures no direito alienígena passou a ter o "o significado de 'obrigação' – título de emissão das sociedades anônimas ou em comandita por ações"[7].

Outrossim, as debêntures estão presentes na Sociedade desde a Idade Média, porém, o Direito dos Valores Mobiliários é uma vertente que passou a existir com mais força "após a crescente globalização do sistema financeiro e de suas transações, acopladas à internacionalização do sistema produtivo, bem como em decorrência de um grande aumento das trocas comerciais."[8]

---

[5] RICH, Enernest Edwin. **Minutes of Hudson Bay Company**. Vol. V. Londres: Hudson´s Bay Record Society, 1942.p.280.

[6] AMARAL, ob.cit. p. 20.

[7] AMARAL, ob.cit. p. 20.

[8] MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 1. São Paulo: FGV, 2015. p. 24.

2.2. Regulamentação das Debêntures no Direito Brasileiro

Após o panorama histórico de nascimento das debêntures no direito comparado, é necessário explicitar o surgimento do instituto das debêntures dentro do direito brasileiro, pois, o recorte do presente trabalho fixa-se no direito brasileiro e não no direito alienígena.

Analisaremos as principais legislações ao longo da história brasileira, as alterações e criações que ocorreram para que as debêntures passassem a ter o regime jurídico atual, previsto na Lei das S.A. (Lei 6.404/76).

Desse modo, é necessário entender o momento em que as debêntures surgiram no Brasil, sobre tal assunto José Romeu Garcia do Amaral, explica:

> "O surgimento das debêntures no Brasil está visceralmente ligado à vinda da família Real portuguesa, em especial ao estabelecimento da indústria e do comércio, à história do crédito e à criação das primeiras instituições financeiras brasileiras"[9].

Durante o período colonial até a vinda da família real portuguesa para o Brasil, conhecia-se apenas o empréstimo público.

Somente após o fim desse período, é que o Brasil passa a se desenvolver economicamente. Dessa forma, para que o desenvolvimento ocorresse foi necessário buscar capital através de crédito, contudo, os comerciantes buscavam crédito junto ao Governo e não em instituições particulares, considerando que nesse período não havia um título de crédito que emprestasse capital de forma segura e transparente[10].

Sendo assim, para suprir as necessidades econômicas da época, em 1850, "promulga-se o Código Comercial brasileiro e se estabelecem as primeiras normas jurídicas codificadas relacionadas à prática comercial (...)"[11]. No entanto, apesar de tratar sobre os tipos de sociedade – instituindo as sociedades anônimas ou companhias, e das sociedades comerciais - não regulamentou a emissão de obrigações (debêntures).

Portanto, pode-se dizer que se vivia uma lacuna legislativa com relação à emissão de títulos pelas sociedades comerciais. Apenas dez anos após a promulgação do Código Comercial, entrou em vigor a Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1.860 - a primeira a usar a expressão "título ao portador" -, proibindo expressamente as companhias de emitir notas, bilhetes, papéis ou títulos ao portador, sem autorização do Poder Legislativo, exceto às instituições financeiras criadas por decreto do Poder Executivo.

---

[9] AMARAL, ob.cit. p. 26.
[10] CALDEIRA, Jorge. **A Nação Mercantilista**. São Paulo: Ed. 34, 1999, p. 336-337.
[11] AMARAL, ob.cit., p 22.

A legislação brasileira vedava às companhias ou a quaisquer outras sociedades a emissão de notas, bilhetes, papel ou título ao portador, até o século XIX, como explica o excerto abaixo:

> "No Brasil até o final do século passado, conforme dispunha a Lei n. 1.083, de 1860, era expressamente vedado às companhias ou quaisquer outras sociedades, inclusive bancos, emitir, sem autorização do poder legislativo, notas, bilhetes, papel ou título ao portador ou com o nome em branco. [...]"[12]

Somente em 4 de novembro de 1882[13], Dom Pedro II instituiu a Lei nº 3.150, que regula "o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas". O art. 32 da referida lei, prevê regras genéricas quanto à capacidade de endividamento das companhias:

> "Art.32. É permittido ás sociedades anonymas contrahir emprestimo de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador.
>
> § 1º A importancia do emprestimo nunca poderá exceder a totalidade do capital social.
>
> § 2º Os portadores de obrigações podem nomear um fiscal, que funccione conjunctamente com os de que trata o art. 14 [a gênese do atual conselho fiscal], e com as mesmas attribuições.
>
> §3º É licito aos mesmos portadores assistir ás mesmas assembléas geraes e tomar parte nas discussões, sem voto deliberativo".

Ante o exposto no artigo acima, entende-se que a vedação à emissão de notas, bilhetes, papel ou título ao portador foi excluída com a promulgação da referida Lei, ao estabelecer o regime jurídico das sociedades anônimas e introduzir a figura das debêntures no ordenamento jurídico brasileiro em seu art. 32, que expressamente autorizava a tomada de empréstimos por meio de obrigações ao portador.

Desta feita, como explica Modesto Carvalhosa[14], a palavra debênture, por sua vez, foi introduzida em nosso ordenamento pelo artigo 21, do Decreto 8.821, de 30 de dezembro de 1.882, que regulamentou a Lei nº 3.150, inserindo-o entre parênteses após a palavra obrigações, o que demonstra o entendimento à época de que debêntures e obrigações eram sinônimas.

---

[12] CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Volume 1. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 453

[13] PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882**. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. [*S. l.*], 4 nov. 1882. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%203.150%2C%20DE%204%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201882.&text=Regula%20o%20estabelecimento%20de%20companhias%20e%20sociedades%20anonymas. Acesso em: 1 set. 2022.

[14] CARVALHOSA, ob.cit. p.453.

Durante a Primeira República, é editado o Decreto nº434, de 4 de julho de 1891, que revoga o Decreto nº8.821/1882, criando uma nova consolidação inerentes às sociedades anônimas. É nesse decreto que, pela primeira vez, surge uma única citação, ainda de maneira tímida e entre parênteses, da denominação atual do valor mobiliário. A única menção ao termo "debênture" está no art. 41, que diz:

> "Art. 41. É permittido ás sociedades anonymas contrahir empréstimos em dinheiro, dentro ou fóra do paiz, emitindo para esse fim obrigações (debentures) ao portador". [15]

Sendo assim, como explica Fabiana Molina ao citar Mattos Filho, a falta de fiscalização da emissão de ações e debêntures por parte do governo federal, foi uma das causas da crise do Encilhamento[16], que ocorreu durante a Primeira República do Brasil, após a assinatura da abolição da escravatura pela Princesa Isabel em 1888, devido a uma série de tomadas de decisões equivocadas por Rui Barbosa que na época era Ministro da Fazenda, que tinha como objetivo transformar o Brasil num polo industrial.

A crise passa a ter tal nome, pois, Rui Barbosa criou a política do Encilhamento, cujo objetivo era "estimular o crescimento econômico, incentivando à emissão de papel moeda, ao mesmo tempo que impulsionava a industrialização e modernização do país, por meio da expansão da agricultura e do comércio"[17].

Durante a crise as debêntures cumpriram importante papel, visto que, tal valor mobiliário trazia um certo poder aos acionistas. Considerando que as emissões de debêntures "representavam uma forma neutra de buscar recursos junto ao mercado, alternativa à emissão de ações, que, à época, somente poderiam ser emitidas na espécie de ordinária e, em consequência, detentoras de direito à voto"[18].

Ademais, é importante destacar que na referida época, era mais cômodo para os acionistas emitirem debêntures, pois, não seriam diluídos em suas participações na companhia, além de sobrar mais recursos para serem distribuídos a título de dividendos.

---

[15] BRASIL. **Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891**. Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anonymas. Publicado na CLBR de 1891. Disponível em https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-434-4-julho-1891-504758-publicacaooriginal-1- pe.html. Acesso em 01 de setembro de 2022.Grifo nosso.

[16] MOLINA, Fabiana Ricardo. **DO REGIME JURÍDICO DAS DEBÊNTURES**. 2019. Dissertação de Mestrado (Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), [*S. l.*], 2019. Disponível em: https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdfhttps://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdf. Acesso em: 1 set. 2022.p.22.

[17] ENCILHAMENTO: História do Brasil. *In*: **Encilhamento**. [*S. l.*], 2021. Disponível em: https://www.todamateria.com.br/encilhamento/. Acesso em: 21 ago. 2022.

[18] MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015. p. 20.

Sobre o papel das debêntures na crise do Encilhamento, Modesto Carvalhosa explica:

> "O movimento especulativo no mercado mobiliário do Rio de Janeiro que trouxe a República e o errático Ministério de Rui Barbosa incentivou, em seus estertores, ou seja, no final de 1892, o movimento das debêntures, emitidas pelas companhias fantasmas criadas com o intuito de lesar o público e enriquecer os seus incorporadores. No desastre econômico e social que se instalou na praça do Rio de Janeiro nos anos 1890 a 1892 lançou-se, como último recurso, a emissão de debêntures por companhias fictícias. Não tendo mais o público para lançar ações, usaram o expediente de emitir debêntures voltadas, segundo os 'manifestos', à consolidação e fusão 'dos grandes grupos'. Os investidores tiveram nos títulos ao portador (debêntures) a derradeira oportunidade de perder seu patrimônio."[19]

Em razão da crise do Encilhamento, é editado o Decreto nº177-A/1893, trazendo uma série de regras para que as ofertas de obrigações passassem a ser mais transparentes:

> "Dentre as medidas, é de se ressaltar a eliminação das debêntures emitidas ao portador sem autorização prévia do Governo. Provavelmente tal medida tenha sido uma resposta aos desmandos e falcatruas cometidos por alguns emitentes e investidores que, dotados de informações não disponíveis ao mercado, auferiram enormes lucros, causando, como consequência, enormes prejuízos aos vendedores, antes e durante a subida dos preços, e aos compradores, quando da eminência do desastre"[20].

Através do referido Decreto, passa a ser obrigatório a necessidade de autorização da assembleia geral de acionistas por mais de metade do capital social, conforme prevê o § 5º, do art. 1º deste Decreto:

> "§ 5º Não se fará emissão de obrigações sem prévia deliberação da assembléa geral dos accionistas, adoptada por tantos socios quantos representem, pelo menos, metade do capital social, em reunião a que assista numero de accionistas correspondente a tres quartos delle, pelo menos.A acta dessa assembléa será publicada na folha official e em uma das de maior circulação do logar. § 6º Na acta da assembléa geral serão exaradas as condições essenciaes da emissão que se resolver.§ 7º A inobservancia de qualquer destes preceitos (§§ 5º e 6º) envolvo nullidade, em proveito dos obrigacionistas."[21]

---

[19] CARVALHOSA, ob.cit., p.453.

[20] MATTOS FILHO, ob.cit., p.21.

[21] PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Decreto nº 177-A, de 15 de setembro de 1893**. Regula a emissão de empréstimos em obrigações ao portador (debentures) das companhias ou sociedades anonymas. [*S. l.*], 15 jun. 1893. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/historicos/dpl/DPL177A-

Assim sendo, “passou a obrigar as companhias emitentes a informar aos eventuais subscritores suas situações financeiras como um grau de transparência até então inexistente, a dar garantias mais robustas aos debenturistas, garantias estas que repousavam sobre todos os ativos sociais.”[22] E também, passou a ser obrigatório a publicação das seguintes informações, em caso de emissão de debêntures:

> “Art. 2º Autorisada assim a emissão, antes de leval-a a effeito os administradores da sociedade publicarão na folha official, e em uma das de maior circulação do logar onde a emissão se houver de fazer, um manifesto annunciando:
>
> 1º, o nome, o objecto e a séde da sociedade;
>
> 2º, a data da publicação, na folha official, de seus estatutos, bem como das alterações por que tiverem passado;
>
> 3º, a data da publicação official da acta da assembléa geral que resolveu a emissão e lhe fixou as condições, precisando-se os jornaes onde essa publicação se fez (art. 1º §§ 3º e 4º);
>
> 4º, o importe dos emprestimos anteriormente emittidos pela sociedade;
>
> 5º, o numero e o valor nominal das obrigações, cuja emissão se pretende, com o juro correspondente a cada uma, assim como a época e as condições da amortisação ou do resgate, e do pagamento dos juros;
>
> 6º, o activo e o passivo actual da sociedade;
>
> 7º, havendo bens hypothecaveis, a individuação dos que a sociedade offerece á hypotheca em garantia do emprestimo, com a data da inscripção provisoria, a que se refere o art. 3º § 2º”.[23]

O Decreto nº22.431 de 06 de fevereiro de 1933, passa a considerar os debenturistas um bloco que delibera em conjunto, conforme prevê em seu artigo 7º, “Para que a assembléa possa validamente funcionar e deliberar é indispensável que comparavam obrigacionistas que representem, no mínimo. três quartos dos títulos em circulação, excluídos os pertencentes à sociedade devedora”.

Sobre tal Decreto, Mattos Filho explica: “Como tal comunhão delibera seus interesses, podendo a comunidade, inclusive decidir sobre as condições contratadas

---

1893.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%20177%2DA%2C%20DE,das%20companhias%20ou%20sociedades%20anonymas. Acesso em: 1 set. 2022.

[22] MATTOS FILHO, ob.cit., p.21

[23] PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Decreto nº 177-A, de 15 de setembro de 1893**. Regula a emissão de emprestimos em obrigações ao portador (debentures) das companhias ou sociedades anonymas. [*S. l.*], 15 jun. 1893. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/historicos/dpl/DPL177A-1893.htm#:~:text=DECRETO%20N%C2%BA%20177%2DA%2C%20DE,das%20companhias%20ou%20sociedades%20anonymas. Acesso em: 1 set. 2022.

quando da emissão das debêntures, tal decisão majoritária pode alterar direitos que levaram determinados acionistas a subscrever os valores mobiliários"[24].

A partir das leis e decretos explicados acima, as debêntures passaram a existir de forma muito parecida como conhecemos atualmente, entretanto, algumas legislações foram extremamente importantes para que chegasse na estrutura que conhecemos atualmente. Portanto, o presente trabalho analisará de forma separada as legislações que trouxeram alterações importantes para que fosse criado o atual regime jurídico das debêntures.

2.2.1. Lei do Mercado de Capitais – Lei 4.728/1965

Uma importante legislação para o recorte do presente trabalho, é a Lei nº 4.728/1965. Esta legislação criou as debêntures conversíveis em ações, que são reguladas no art. 44:

> "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.
>
> § 1° Constarão obrigatòriamente da ata da assembléia-geral, que terá fôrça de escritura autorizando a emissão de debêntures ou obrigações ao portador, as condições para conversão em ações relativas a:
>
> a) prazo ou épocas para exercício do direito à conversão;
>
> b) bases da conversão, com relação ao número de ações a serem emitidas por debêntures ou obrigações endossáveis ou entre o valor do principal das debêntures e das ações em que forem convertidas.
>
> § 2º As condições de conversão deverão constar também dos certificados ou cautelas das debêntures."[25]

A partir do excerto, entende-se que tal legislação passa a prever a obrigatoriedade de uma ata de assembleia geral, deliberando a respeito da emissão de debêntures, devendo constar os termos e condições da conversão. Além de tudo, outra inovação foi a criação da possibilidade de emissão das debêntures sob a forma endossável, tirando a obrigatoriedade de serem emitidas ao portador.

Ademais, sobre tal legislação o grande jurista Modesto Carvalhosa, explica:

> "A Lei n. 4.728, de 1965 – no bojo da reforma do mercado de capitais promovido naquele período –, introduziu importantes inovações no regime das debêntures, revalorizando a sua emissão como uma das formas de capitalização das empresas, inclusive

[24]MATTOS FILHO, ob.cit., p.24.

[25] CASA CIVIL. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. [*S. l.*], 14 jul. 1965. Artigo 44, grifo nosso.

> com a possibilidade de sua conversão em capital próprio, ao instituir as debêntures conversíveis em ações."[26]

2.2.2. Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404/1976

A próxima legislação a ser criada com grande impacto para a regulamentação das debêntures, foi a Lei das S.A., que está vigente até os dias atuais. Essa lei foi criada em 15 de dezembro de 1976 sob o nº 6.404. A referida legislação "sofisticou os ritos de emissão, bem como a proteção dos debenturistas, dando um tratamento visando entender as necessidades de um valor mobiliário de pulverização junto ao mercado"[27].

A exposição de motivos da Lei das S.A., fortalece o entendimento de uma criação de um mercado de capitais de risco no Brasil:

> "O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade."[28]

Além do que, a Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), reformulou o regime jurídico das debêntures, posto que, até aquele momento o instituto das debêntures era regulado pelo Decreto nº 177- A, de 15.9.1893, expedido em reação ao encilhamento de 1891, conforme explicado acima, e cuja rigidez contribuiu para a pouca utilização, entre os investidores, dessa modalidade de valor mobiliário como instrumento de financiamento da companhia mediante empréstimos distribuídos no mercado de capitais.

Outrossim, a Lei das S.A. aumentou as alternativas à disposição do empresário para organizar a estrutura de capitalização da companhia, ao admitir quatro espécies de debêntures: com garantia flutuante, com garantia real, sem preferência (ou quirografária), e subordinada aos demais credores da companhia. As garantias flutuante e real podem, tal como na legislação atual, ser cumulativas[29].

Sobre as alterações trazidas pela Lei das S.A., Mattos Filho sintetiza:

> "Foi a partir da vigência da atual lei societária (Lei n.6.404/1976) que a debênture adquiriu contorno legal mais bem adequado aos

[26] CARVALHOSA, ob.cit., p.58.
[27] MATTOS FILHO, ob.cit., p. 26.
[28] MINISTÉRIO DA FAZENDA. **EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976.** p.1, grifo nosso.
[29] MINISTÉRIO DA FAZENDA. **EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS Nº 196, DE 24 DE JUNHO DE 1976.** p.10-11, grifo nosso

> tempos atuais. Com a lei criadora da CVM (Lei n.6.385/1976), a debênture é qualificada como valor mobiliário e, se ofertada publicamente sujeita ao regramento complementar da Comissão e, em alguns casos, do Conselho Monetário Nacional. É a partir de tal enquadramento que ela passa a ocupar um lugar de crescente relevo na capitalização das sociedades por ações, elo vital do processo de aquisição de recursos de dívida junto a terceiros poupadores."[30]

2.2.3. Lei do Mercado de Valores Mobiliários – Lei 6.385/1976

Após a promulgação da Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), o próximo regramento de suma importância para o instituto das debêntures e outros valores mobiliários foi a 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.

Sobre a publicação da referida Lei, Thales Janguiê em sua dissertação de mestrado, explica da seguinte forma:

> "Nessa lei, além da definição, como já visto, dos títulos que são considerados valores mobiliários (Lei 6.385/1976, art. 2º), são disciplinados, por exemplo, a emissão e distribuição de valores 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)"[31].

Conforme exposto abaixo, a partir desta legislação as debêntures passam a ser consideradas valores mobiliários:

> "Art. 2ºSão 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;

[30] MATTOS FILHO, ob.cit. p.26.

[31] DINIZ, Thales Janguiê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**. Dissertação de Mestrado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2022.

> 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, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.
>
> § 1º Excluem-se do regime desta Lei:
>
> I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
>
> II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.
>
> § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas."

Desta feita, entende-se que tal legislação foi de suma importância para a regulamentação das debêntures no mercado brasileiro.

2.2.4. Legislações posteriores

Após as legislações expostas anteriormente, houve promulgação de outras leis a respeito do regramento da instituição das debêntures, porém, para o recorte do presente trabalho não possuem grande relevância, mas em algum momento podem ser trazidas para explicar alguma questão pontual.

Conforme explica José Romeu Garcia Amaral, após a promulgação da Lei 6.385/1976, foram previstas as seguintes legislações:

> "(i) Lei 9.457, de 05 de maio de 1997, ajustou a redação da LSA em função das proibições contidas na Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1.99057, que eliminou a possibilidade de emissão de títulos ao portador, em que pese o objetivo primordial da lei foi introduzir maior proteção aos minoritários;
>
> (ii) Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001 – alterou, entre outras coisas, a exigência de certificado para sua emissão, admitiu livre pactuação de referenciais para correção monetária, permitiu o pagamento do principal e acessório em bens, à escolha do debenturista, autorizou a emissão de debêntures simples pelo conselho de administração da companhia, alterou o local de inscrição da escritura de emissão (do registro de imóveis para o registro do comércio); e
>
> (iii) Medida Provisória 517, de 30 de dezembro de 2010, convertida na Lei 12.431, de 24 de junho de 2011 – eliminou o limite máximo de emissão de debêntures e passou a admitir a autorização do conselho de administração para emissão de debêntures conversíveis em ações, dentro do limite do capital

> autorizado, dentre outras alterações que serão estudadas em capítulo próprio deste trabalho."[32]

2.3. Características das Debêntures

Após a análise histórica e da legislação brasileira acerca das debêntures, avaliaremos as características e o conceito de debênture.

2.3.1. Conceito de debênture

Em um primeiro momento é importante esmiuçar o conceito de debênture, e depois adentrarmos em suas particularidades.

Sobre a conceituação de debênture, o grande doutrinador José Edwaldo Tavares Borba, destaca:

> "A debênture é, pois, um título abstrato de dívida que a sociedade tem a prerrogativa de criar. Dívida, vale dizer, na perspectiva do devedor, que é a sociedade emitente do papel. Para o tomador, que é o credor, assim como para o mercado em geral, o que se tem, a toda evidência, é um título de crédito."[33]

Com relação ao conceito de debêntures, Mattos Filho entende que:

> "As debêntures, no Direito Brasileiro, são instrumentos de emissão peculiar às sociedades por ações; representam dívida da companhia, compreendendo, além do principal investido, acréscimos resultantes de juros fixos, variáveis ou de participação no lucro da sociedade como um todo ou em determinado empreendimento desta, conforme as obrigações assumidas na escritura de emissão.[34]"

Como contraponto, Fábio Ulhoa conceitua as debêntures 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."[35]

Dessa forma, entende-se que a debênture é um título de dívida criada por uma sociedade. Este trabalho adotará o entendimento de que as debêntures em sua maioria têm como finalidade capitalizar as companhias para que possam realizar seu objeto social.

Nesta mesma linha de raciocínio preleciona Tavares Borba:

> "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 encontra predisposto à absorção de ações ou, ainda, quando aos antigos acionistas não convenha aumentar o capital próprio – com

[32] AMARAL, ob.cit. p.30.
[33] BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 18ª Ed. São Paulo: Atlas, 2021. p.290.
[34] MATTOS FILHO, ob.cit., p.13.
[35] COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial. Volume 2: Direito de Empresa**. 21ªEd. São Paulo: Revista dos Tribunais,2017.

> isso reduzindo o lucro por ação – bem como nas hipóteses em que um lançamento vultoso de ações (excesso de ofertas) 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 as necessidades de capital de giro da sociedade. E nesse particular, através das técnicas do resgate antecipado, terá a companhia condições de fazer flutuar o volume de debêntures em circulação, segundo suas contingências". [36]

Outra importante discussão acerca das debêntures, é a sua caracterização como valor mobiliário ou como título de crédito. Desta feita, a doutrina se divide e as posições divergentes, que serão exploradas no presente trabalho, para que se chegue a uma conclusão palpável e de acordo com uma linha de pensamento frutífera para a análise desenvolvida.

Nesta toada, o doutrinador Fábio Ulhoa entende que as debêntures não poderiam ser consideradas títulos de crédito, apenas valores mobiliários, pois "lhe faltam as características da cartularidade, da literalidade e, quando não é admitida a negociação no mercado de valores mobiliários, também a da autonomia"[37].

No entanto, de outro lado, tem-se a posição de Tavares Borba que declara "pode-se afirmar que a debênture participa do gênero título de crédito, desde que corporifica e representa a obrigação nela consignada."[38]

Ademais, apresentamos a posição do célebre jurista Modesto Carvalhosa, que entende que as debêntures são títulos de crédito quando em emissões privadas, e valores mobiliários, quando oferecidas a mercado, isto é, emissões públicas:

> "A função das debêntures é a de capitalizar a sociedade. São, desse modo, títulos de crédito representativos da totalidade do débito contraído pela companhia, consoante escritura de emissão aprovada pela assembleia geral. Formam os seus titulares uma comunhão de interesses administrada por seus órgãos: o agente fiduciário e a assembleia geral (arts. 66 e s. e 71). Cabe a esses órgãos resguardar os direitos da coletividade dos obrigacionistas nos limites da lei e da escritura de emissão. Conforme sejam as debentures distribuídas no mercado de capitais, serão valores mobiliários. As emissões privadas não tem tal característica. Constitui, pois, a debenture, uma quota ou fração de um crédito,

[36] BORBA, ob.cit., p.290.

[37] COELHO, Fábio Ulhoa, Ana Frazão, Mauricio Moreira Menezes, Rodrigo R. Monteiro de Castro e Sérgio Campinho**. Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022. p.253.

[38] BORBA, ob.cit., p.289.

> legitimando o seu titular ao exercício dos direitos creditícios declarados na escritura de emissão."[39]

Neste mesmo sentido, Mattos Filho compartilha da mesma visão de Modesto Carvalhosa, ao explicar que as debêntures:

> "Quando objeto de oferta pública, passam a sofrer o regramento e o exercício do poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários, além da preexistente normatização constante da Lei das Companhias. Segundo a maioria dos autores nacionais, as debêntures são títulos de crédito, e, quando objeto de oferta pública, passam, por definição legal, à condição de valores mobiliários."[40]

Neste trabalho nos utilizaremos da visão de Modesto Carvalhosa e de Mattos Filho, isto é, as debêntures quando objeto de oferta pública são valores mobiliários, e quando emitidas de forma privada, são títulos de crédito.

2.3.2. Comunhão de Interesses – Teoria do Mútuo

Sobre a emissão de debêntures, a Lei das S.A. define em seu art. 52:

> 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.

A partir da redação dada ao supracitado artigo, pode-se compreender que os debenturistas possuem um direito de crédito contra a Companhia emissora. A partir desta premissa, os doutrinadores passaram a entender que tal obrigação, origina-se de um mútuo, desta forma, surgiu a Teoria do Mútuo.

Sobre a Teoria do Mútuo, Modesto Carvalhosa elucida:

> "A Teoria do Mútuo prevalece na doutrina brasileira. A quase-totalidade de nossos juristas enxerga na emissão de debêntures uma modalidade especial de mútuo, 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."[41]

Nesta mesma linha de pensamento, Rubens Requião, explica:

> "são títulos de crédito causais, que representam frações do valor de contrato de mútuo, com privilégio geral sobre os bens sociais ou garantia real sobre determinados bens, obtidos pelas sociedades anônimas no mercado de capitais."[42]

---

[39] CARVALHOSA, ob.cit. p.460.
[40] MATTOS FILHO, ob.cit. p.13.
[41] CARVALHOSA, ob.cit., p.462.
[42] REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 2º Vol. 31ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2014. p.143.

A partir dos excertos, entende-se que as debêntures são caracterizadas como uma forma especial de contrato de mútuo, no qual cada um dos debenturistas possuem uma fração de tal contrato. Além de que, tal contrato de mútuo tem como objetivo capitalizar a companhia através de um empréstimo.

Sobre tal teoria, Nelson Eizirik em conjunto com Modesto Carvalhosa, sintetizam:

> "Tendo em vista que as debêntures têm como finalidade precípua proporcionar o financiamento da companhia emissora, a doutrina brasileira e estrangeira são praticamente unânimes em caracterizá-las como um contrato de mútuo mercantil, em que a sociedade anônima é a mutuária e os debenturistas são os mutuantes.
> Portanto, a causa do negócio jurídico de debêntures, no que se refere à companhia emissora, é a obtenção do empréstimo. Vale dizer, o negócio jurídico da debênture encontra-se vinculado a um contrato subjacente, que é o contrato de mútuo, cujos termos constam da escritura de emissão e dos próprios certificados, se existentes."[43]

Não obstante, vale ressaltar que o mútuo não é a única causa da emissão de debêntures. As debêntures podem se originar 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."[44]

2.3.3. Debêntures nominativas e escriturais

Conforme prevê o art.63 da Lei das S.A., as debêntures podem ser nominativas ou escriturais:

> 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.

A partir da leitura do *caput* do art.63 da referida Lei, entende-se que as debêntures devem possuir a forma nominativa, isto é, "a prova da propriedade das debêntures se presume pelas informações contidas na escrituração da companhia da emissora, nomeadamente, no Livro de Registro de Debêntures Nominativas. Sua transferência é

[43] CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial.**1ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.p.475.

[44] CARVALHOSA, ob.cit., p.463.

formalizada por meio de averbação no Livro de Transferência de Debêntures Nominativas."[45]

Ainda assim, as debêntures nominativas podem adotar a forma escritural, ou seja, uma variação da forma nominativa, neste caso aplicam-se as normas previstas nos arts.34 e 35 da Lei das S.A., que tratam sobre ações escriturais. Sobre este tipo de debêntures, Mauricio Moreira, ensina que:

> "Menciona o art.34, LSA, que os títulos escriturais são mantidos em contas de depósito, em nome de seus titulares, em instituição financeira autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de escrituração de valores mobiliários, cuja disciplina regulatória é centralizada na Resolução CVM 33/2021." [46]

Desta feita, entende-se que as debêntures em sua maioria são nominativas, e em casos específicos podem assumir a forma escritural, respeitando as disposições legislativas vigentes.

2.3.4. Quanto à Conversibilidade

As debêntures poderão ser classificadas quanto à sua conversibilidade, desse modo, são divididas em: debêntures não conversíveis e em debêntures conversíveis em ações.

Este instrumento pode ser convertido em participação societária, a depender das condições previstas em sua escritura de emissão, conforme prevê o art. 57 da Lei das Sociedades Anônimas, que determina:

> 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 artigos 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:

[45] MENEZES, et.al., ob.cit., p.287.
[46] MENEZES, et.al., ob.cit., p.287.

> 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.

Sendo assim, entende-se que a partir da conversão "o debenturista deixa de ser titular de um crédito perante a companhia e passa a acionista; em outros termos, substitui-se o direito obrigacional pelo societário." [47]

Portanto, a partir de tal análise, conclui-se que a partir das debêntures conversíveis podem derivar "dois direitos: o direito de crédito e o direito de subscrição de ações".[48] Uma vez que, quando as debêntures são emitidas, constituem um crédito para capitalização do emissor, porém, a depender do previsto na escritura de emissão pode haver o direito de subscrever ações da emissora, quando há a cláusula de conversão.

Com relação à transformação da dívida em participação, tal movimento pode ser benéfico para a companhia e para os novos acionistas, contudo, não tão interessante para os antigos acionistas, como explica Fábio Ulhoa:

> "A transformação de dívida em participação societária representa, para a companhia emissora, a reestruturação de seu passivo. A conversão extingue a obrigação de pagar o valor nominal e acréscimos previstos na escritura, em contrapartida do aumento da base acionária. Para os antigos acionistas, a conversão acarreta sempre a redução de sua participação proporcional no capital." [49]

No que toca sobre a possibilidade de conversão em ações, esta deve ser estabelecida na assembleia que autorizar a emissão, e deve fixar "a espécie e a classe das ações em que as debêntures poderão ser convertidas, o prazo ou época para o exercício desse direito, bem como todas as demais regras aplicáveis, inclusive as bases da conversão."[50]

Outrossim, sobre a base de conversão, Sérgio Campinho ilustra:

> "A conversibilidade em ações deverá observar as condições estabelecidas na escritura de emissão. Sendo ela admitida, o prefalado documento deve especificar: a) 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; b) a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; c) o prazo ou época para o

[47] COELHO, et.al., ob.cit., p.273.
[48] BORBA, ob.cit., p.322.
[49] COELHO, et.al., ob.cit., p.273.
[50] BORBA, ob.cit., p.316.

> exercício do direito à conversão; e d) as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita (art. 57).”[51]

2.3.5. Quanto à Garantia ou Espécie

As espécies de debêntures são estabelecidas segundo a existência e o grau de garantias que oferecem. Desse modo, são elas divididas, em: (i) garantia real, (ii) garantia flutuante, (iii) sem preferência ou quirografária e (iv) subordinada, conforme estabelece o art.58:

> 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 (artigo 265) poderão ter garantia flutuante do ativo de 2 (duas) ou mais sociedades do grupo.

A garantia real, conforme elucida Mattos Filho, é aquela que “tem como colateral determinado bem que responde pela dívida, desde que cumpridas determinadas formalidades legais, preferindo aos demais credores detentores de garantia flutuante, sem preferência e subordinada.”[52]

Ademais, cumpre destacar que a garantia real nasce com a criação do vínculo obrigacional, de acordo com a lei, sendo elas: de penhor (arts. 1.431 e seguintes do CC), hipoteca (arts. 1.473 e seguintes do CC) e a anticrese. Ou seja, emitem os documentos da dívida, que estará garantida por bens da sociedade, do grupo de sociedades ou de sócios.

[51] CAMPINHO, ob.cit, p.67.
[52] MATTOS FILHO, ob.cit., p.55.

Sobre as garantias flutuantes, Gustavo Diniz pontua: [53]

> "as garantias flutuantes da debênture consistem na variabilidade do privilégio geral sobre o ativo da companhia, sem que os bens componentes do ativo estejam impedidos de negociação (art. 58, § 1º, da LSA). Entre as debêntures com essa característica, há preferência daquelas de emissão anterior sobre as mais recentes, mas dentro da mesma emissão, as séries concorrem em igualdade (art. 58, § 3º, da LSA). Permite-se, por fim, que as debêntures emitidas por companhia integrante de grupo de sociedades tenham garantia flutuante do ativo de duas ou mais sociedades do grupo (art. 58, § 6º, da LSA)."

Quanto às debêntures sem preferência, pode-se dizer que consistem em debêntures comuns, sem lastro específico de garantia oferecido ao credor (art. 58, § 4º, da Lei das S.A.). Isto é, não gozam de qualquer preferência no recebimento de seus créditos, sendo também denominado de crédito quirografário. Portanto, sendo debenturistas ou não, serão todos credores sem garantia na ordem de recebimento de seus créditos[54].

Por fim, sobre a emissão de debêntures subordinadas, entende-se "que podem ser emitidas com cláusula de subordinação aos credores quirografários, de modo que, num concurso de credores em liquidação da companhia, todos os créditos preferem tais debêntures, com exceção de créditos de acionistas (art. 58, § 4º, da LSA)."[55]

2.3.6. Competência para deliberar sobre a emissão de debêntures

Para que as companhias promovam a colocação de debêntures, devem ser cumpridas as formalidades previstas no art. 59 da Lei das S.A., que estabelece as seguintes regras:

> 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;

[53] DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial**. 2ª Ed. São Paulo: Grupo GEN, 2022.p234.
[54] MATTOS FILHO, ob.cit., p.73.
[55] DINIZ, ob.cit., p.234.

> 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.
>
> § 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.

A respeito das formalidades preliminares a emissão de debêntures, Tavares Borba explica:

> "A primeira formalidade da qual depende uma emissão de debêntures é a aprovação da assembleia geral da sociedade emissora, não se exigindo, contudo, para essa deliberação quórum ou maioria especial. A ata dessa assembleia deverá ser arquivada no registro do comércio e também publicada." [56]

Ainda sobre o assunto, Fábio Ulhoa Coelho pontua:

> "A competência para deliberar pela emissão de debêntures é, pela regra geral, exclusiva da Assembleia Geral Extraordinária. Abrem-se, então, duas possibilidades: (i) esse órgão societário delibera sobre todos os elementos exigidos por lei para a validade da emissão (incisos I a VIII), bem como acerca da oportunidade da operação (época mais apropriada para colocação das debêntures); ou (ii) a AGE delibera sobre parte desses elementos obrigatórios (I a V) e delega ao Conselho de Administração a definição quanto aos demais (VI a VIII) e sobre a oportunidade em que se mostra mais conveniente a emissão do valor mobiliário."[57]

Não obstante, as companhias de capital aberto podem adotar outro procedimento para a aprovação de emissão de debêntures, conforme estatui o § 1º do art. 59, que através de sua redação dá poderes ao conselho de administração para deliberar sobre emissão de debêntures não conversíveis em ações, e caso não haja disposição contrária do Estatuto Social.

Sendo assim, entende-se que o Estatuto Social das companhias abertas pode atribuir as competências do Conselho de Administração, sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações "desde que haja capital autorizado e a emissão se dê dentro do limite da autorização para o aumento."[58]

2.3.7. Remuneração

Os juros das debêntures, estão estatuídos no art.56 da Lei das S.A., com a seguinte redação:

---

[56] BORBA, ob.cit., p.307.
[57] COELHO, et.al., ob.cit., p.280.
[58] COELHO, et.al., ob.cit., p.280.

> Art. 56. A debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso.

A partir do texto da lei, entende-se que as debêntures possuem um caráter oneroso, conferindo vantagem de cunho pecuniário. Desta forma, entende-se que os "juros não são, portanto, de pagamento facultativo, encontrando-se visceralmente ligados à remuneração dos recursos dos debenturistas prestados à sociedade".[59]

Portanto, pode-se concluir que ao instituir debênture sem juros, com apenas direito à participação dos lucros, por exemplo, ocorreria a descaracterização da natureza de debênture.

2.3.8. Vencimento, amortização e resgate

Sobre o vencimento, amortização e resgate, entende-se que são três negócios jurídicos distintos, e cada um com condições diferentes. Dessa forma, sobre o assunto o artigo 55 da Lei das S.A., explicita:

> 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.
>
> § 1º A amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio.
>
> § 2º O resgate parcial de debêntures da mesma série deve ser feito:
>
> I - mediante sorteio; ou
>
> II - se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra no mercado organizado de valores mobiliários, observadas as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.
>
> § 3º É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão:
>
> I - por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras; ou
>
> II - por valor superior ao nominal, desde que observe as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.
>
> § 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.

Pode-se dizer que o vencimento, a amortização e o resgate são formas de extinção das debêntures.

[59] CAMPINHO, ob.cit, p.68.

Sobre a amortização, Fábio Ulhoa explica:

> "A amortização consiste na antecipação, pela companhia emissora, ao debenturista de parte do devido em razão de uma debenture (valor nominal e acréscimos previstos na escritura de emissão). Amortizado, o valor mobiliário continua circulando, mas o preço de negociação é naturalmente reduzido."[60]

Ou seja, a amortização antecipa o pagamento de todas as debêntures de uma mesma série, e não há discriminação entre os debenturistas. Portanto, afirma-se que a companhia emissora não pode amortizar as debêntures de uma mesma série, em percentuais diferentes para algumas delas. Sendo assim, é o que prevê a Lei das S.A., mesmo que com uma linguagem pouco técnica, ao estabelecer a obrigatoriedade do "rateio" [61] (§ 1º).

Com relação ao resgate, pode-se conceituar como a antecipação integral do valor devido pela emissora ao debenturista, quando se deseja cancelar o instrumento. O resgate, pode ser total, ao compreender todas as debêntures de uma mesma série, ou ocorrer de forma parcial, ao se limitar a algumas delas.

No resgate parcial a Lei das S.A., determina que ocorra um sorteio, para se evitarem discriminações ou favorecimentos (§2º, I). Paga-se, no resgate, o valor nominal da debenture acrescido, se previsto na escritura de emissão, de correção monetária, juros e prêmio de reembolso[62].

Sobre o resgate Nelson Eizirik, esclarece:

> "O resgate antecipado é o negócio jurídico por meio do qual a companhia retira as debêntures de circulação antes do seu vencimento, mediante o pagamento do seu valor. O resgate pode ser total ou parcial das debêntures de uma série. O resgate é em relação ao valor integral da debênture e pode alcançar somente uma parte da série, quando for parcial, ou toda a série, quando total." [63]

Por fim, quanto ao vencimento Tavares Borba, elucida:

> "As debêntures de uma mesma série deverão ter vencimento em uma data determinada, a qual será prefixada na escritura de emissão. Permite a lei, todavia, que a sociedade emita a chamada debênture permanente, cujo vencimento fica condicionado ao inadimplemento ou à dissolução da empresa. Essa é também uma

[60] COELHO, et.al., ob.cit., p.264.
[61] COELHO, et.al., ob.cit., p.264.
[62] COELHO, et.al., ob.cit., p.264.
[63] EIZIRIK, ob.cit. p.339.

> hipótese em que a debênture se apresenta descaracterizada (art. 55, §4º)."[64]

Sendo assim, pode-se dizer que as debêntures possuem data certa e determinada para vencerem, com exceção das debêntures perpétuas. Destaca-se que após o vencimento de pagamento das debêntures, e caso o valor não seja pago, o debenturista pode executar a companhia[65], e o inadimplemento marca o momento em que os juros de mora previstos na escritura de emissão passam a fluir.

2.3.9. A figura do Agente Fiduciário

O agente fiduciário, é uma figura obrigatória apenas nas emissões de debêntures destinadas ao mercado, isto é, emissões públicas. Sobre tal figura, o art. 66 estabelece:

> Art. 66. O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures.
>
> § 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.
>
> § 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá estabelecer que nas emissões de debêntures negociadas no mercado o agente fiduciário, ou um dos agentes fiduciários, seja instituição financeira.
>
> § 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 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.
>
> § 4º O agente fiduciário que, por circunstâncias posteriores à emissão, ficar impedido de continuar a exercer a função deverá comunicar imediatamente o fato aos debenturistas e pedir sua substituição.

[64] BORBA, ob.cit., p.299.
[65] EIZIRIK, ob.cit. p.338.

O agente fiduciário foi inspirado na figura do *trustee* do direito anglo-americano, sendo introduzido no Brasil pela atual Lei das Sociedades Anônimas.

Com relação, ao papel do agente fiduciário, Tavares Borba ensina:

> "O agente fiduciário é o representante da comunhão de debenturistas perante a companhia emissora, e deve agir como se fora ele o próprio titular, competindo-lhe proteger os interesses dos debenturistas, elaborar relatório anual, para ciência destes, determinar medidas judiciais contra a companhia, declarar vencidos antecipadamente os títulos na hipótese de inadimplência, promover a excussão das garantias, requerer a falência da emitente e tomar toda e qualquer providencia que considere necessária à tutela dos interesses dos debenturistas." [66]

O agente fiduciário não é debenturista e, inicialmente, não participa de assembleia e nem tampouco acessa o sistema de gestão da companhia. Isto posto, a lei passou a prever quem pode ser nomeado como agente fiduciário:

> "pessoa natural apta ao exercício de cargo de administração ou instituição financeira autorizada pelo BACEN (art. 66, § 1º, da LSA), com nomeação na escritura de emissão e com atribuição geral de proteção dos interesses dos debenturistas e atuação perante a companhia para identificar o cumprimento das obrigações dos títulos emitidos (art. 66, § 1º, da LSA)."[67]

Cumpre destacar que, uma pessoa não pode ser agente fiduciário de mais uma emissão da mesma companhia, "a não ser que para tanto autorizada pelas normas expedidas pela CVM, que deverá ter o cuidado de evitar as situações de conflito de interesses (art. 66, § 3º, a, da LSA)."[68]

2.4. Títulos correlatos às debêntures

Dentro da legislação brasileira existem outros valores mobiliários correlatos às debêntures, que podem ser meios alternativos a este instrumento, para a capitalização ou financiamento das sociedades.

Como destaca José Romeu do Amaral, as partes beneficiárias e as notas comerciais: "são instrumentos alternativos às debêntures para fins de captação de recursos financeiros por meio de títulos de dívida, cada uma com suas características próprias e distintivas entre si."[69]

[66] BORBA, ob.cit., p.315.
[67] DINIZ, ob.cit., p.234.
[68] BORBA, ob.cit., p.316.
[69] AMARAL, ob.cit., p 57.

De forma breve, explicaremos sobre as partes beneficiárias. Esse valor mobiliário, têm como principal função a captação de recursos[70], que asseguram ao seu titular direito de crédito eventual contra a sociedade anônima emissora, através da participação dos lucros desta. Por crédito eventual, entende-se que apenas poderá o titular reclamar pelo seu crédito perante a companhia apenas se ela registrar lucro durante determinado exercício, caso não ocorra lucro, nada poderá ser reclamado.

Com relação às notas comerciais, adentraremos em suas particularidades no Capítulo 3 do presente trabalho. Entretanto, pode-se dizer que tal instrumento, consiste "em títulos de crédito não conversíveis em ações, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro. São emitidas exclusivamente sob a forma escritural, por meio de instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários."[71]

2.5. Debêntures no direito comparado

O presente trabalho analisará as debêntures e instrumentos similares no direito comparado. Porém, serão comentados apenas os instrumentos de crédito do direito norte-americano, na medida em que, inspiraram o legislador brasileiro no momento de criar a legislação aplicável as debêntures.

Desta forma, pode-se dizer que no direito norte-americano, existem três tipos principais de instrumento de dívida, sendo eles: bonds, debentures e notes. Em seu regime jurídico entende-se que: "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."[72]

Os bonds são títulos de longo prazo, com garantia da sociedade emissora (collateral). Em razão da garantia apresentada pelo emissor, são conhecidos como secured debts. A Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (U.S. Securities and Exchange Comission), conceitua os bonds como uma obrigação de dívida, na qual os investidores que compram bonds de empresas emprestam dinheiro à empresa emissora, e em troca, a empresa compromete-se legalmente a pagar juros sobre o capital e, na maioria dos casos, deve devolver o capital quando a obrigação vence[73].

[70] COELHO, ob.cit., p.161.

[71] CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 18ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. p.80.

[72] AMARAL, ob.cit., p. 21.

[73] "A bond is a debt obligation, like an IOU. Investors who buy corporate bonds are lending money to the company issuing the bond. In return, the company makes a legal commitment to pay interest on the principal and, in most cases, to return the principal when the bond comes due, or matures". U.S.

As debêntures, por sua vez, são títulos emitidos também no longo prazo, porém sem garantia da sociedade emissora (unsecured promissory notes), período de duração em regra com prazo de vencimento de 10 a 20 anos a contar de sua emissão[74].

Desta feita, a diferença, entre as debentures e os bonds, no direito norte-americano, encontra-se na garantia do título ofertada pela sociedade emissora. Sobre o tema, Richard Wilson e Frank Fabozzi explicam:

> "The term bond actually refers to a debt instrument which is customarily secured by collateral, such as land buildings or financial instruments. The indenture for secured debt contains a section describing the mortgaged or pledged collateral. A debenture is an unsecured loan also setting forth the rights and duties of the borrower in an indenture. In years past a note was characterized as a less formal obligation than a debenture or a bond."[75]

Por fim, as notes são títulos de curto prazo, com período de duração entre 5 a 10 anos, que podem ou não ser garantidas pela sociedade emissora. A emissão das notes é realizada por meio de um contrato chamado note agreement. No caso das notes, via de regra, não há a nomeação de um trustee e a relação se dá diretamente entre os note holders e a sociedade emissora[76].

3. AS NOTAS COMERCIAIS NO DIREITO BRASILEIRO: NATUREZA E ESTRUTURA JURÍDICA

3.1. As Notas Comerciais antes da Lei 14.195/21

Antes das alterações trazidas pela Lei 14.195/21, as Notas Comerciais tinham seu regime jurídico equiparado às notas promissórias, desde seu surgimento através da Lei Uniforme de Genebra (LUG), que foi promulgada pelas autoridades brasileiras através do

SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION. **What Are Corporate Bonds?** [*S. l.*], 4 jun. 2013. Disponível em: https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/what-are. Acesso em: 16 set. 2022.

[74] AMARAL, ob.cit., p.22.

[75] WILSON, Richard S., e Frank J. Fabozzi. **Corporate Bonds: Structures & Analysis**. 1ª Ed. New Hope, Pennsylvania: Wiley, 1996. p. 5. "O termo bond refere-se na realidade a um instrumento de dívida que é habitualmente garantido por garantias, tais como edifícios de terrenos ou instrumentos financeiros. A escritura de garantia de dívida contém uma secção que descreve as garantias hipotecárias ou penhoradas. Uma debênture é um empréstimo sem garantia que também estabelece os direitos e deveres do mutuário numa escritura. Em anos anteriores, uma nota era caracterizada como uma obrigação menos formal do que uma debênture ou um bond." (Tradução nossa)

[76] AMARAL, ob.cit., p.22.

Decreto nº 57.663/66, com o objetivo de uniformizar as matérias de letras de câmbio e notas promissórias[77].

As notas promissórias comerciais passaram a ser regulamentadas a partir da Lei nº 6.385/1976 e também pela Instrução Normativa emitida pela CVM nº 566, a qual iremos adentrar no próximo tópico[78].

Sobre a conceituação e caracterização das notas promissórias comerciais, o doutrinador Sérgio Campinho, explica:

> "Os commercial papers são, a rigor, notas promissórias, mas que apresentam certas particularidades, motivadas pela função de sua negociabilidade no mercado. São emitidos, assim, como valores mobiliários, podendo ser objeto de oferta pública. Por meio da emissão, a sociedade anônima emitente obtém empréstimo junto ao público tomador do título. Conferem, pois, aos seus beneficiários, um direito de crédito contra a sacadora."[79]

A partir de tal conceituação, entende-se que as notas promissórias conferem a seus titulares direito de crédito contra a companhia emitente, posto que é um título de crédito, que tem como um dos principais objetivos capitalizar a empresa em um curto prazo, para que esta possa satisfazer seu objeto social, e cumprir seu plano de negócios.

Ressalta-se que as notas promissórias podem ser emitidas pelas sociedades anônimas, sociedades limitadas e sociedades cooperativas. A emissão de notas promissórias por sociedades limitadas já era possível desde que passou a ser prevista nos termos do art. 33 da Instrução CVM-480/09, contudo passou a ser prevista de forma mais clara através da publicação da Instrução CVM-566/2015.

Uma de suas principais características, é a de que deve circular por endosso em preto, conforme previsto no art. 15 do Anexo I da LUG, promulgada pelo Decreto nº 57.663/66. Por endosso, em preto Marlon Tomazzete explica:

> "[...] o endossante indica a quem está sendo transferido o título, isto é, é mencionado o endossatário do título. Diante dessa menção expressa ao nome do endossatário, há maior segurança, uma vez que apenas ele poderá exercer os direitos decorrentes do título. Além disso, caso ele queira passar o título para frente, ele terá que fazer um novo endosso. Tal endosso poderá ser escrito tanto na frente quanto no verso do título [...]."[80]

---

[77] JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da Rosa, Colaboração: Vivien Cabral Sarmento Leite. **Títulos de Crédito**. 9ªEd. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p.386.

[78] JUNIOR, ob.cit., p.387.

[79] CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial - Sociedade Anônima**. 5ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2020.p.201.

[80] TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial, vol. 2: Títulos de crédito**.13ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2022.p.128.

Desta feita, entende-se que as notas promissórias circulam com endosso em preto, para que aqueles que adquirem este instrumento tenham uma maior segurança jurídica. Desta forma, não há a possibilidade de que o título seja endossado para um desconhecido, que é o que ocorre no endosso em branco[81].

Outro fator de grande importância para a circulação das notas promissórias oferecidas a mercado, é que antes de serem emitidas devem ser registradas perante a CVM – Comissão de Valores Mobiliários –, conforme explica Ricardo Negrão, o aviso deve conter as suas principais características conforme determinou a assembleia geral ou um dos órgãos da administração, conforme dispõe o Estatuto Social/Contrato Social.[82]

Outrossim, conforme o artigo 7º da Instrução CVM 566/15, a autorização de emissão deve conter as seguintes informações:

> Art. 7° A autorização a que se refere o art. 6° deve dispor sobre:
>
> I – o valor da emissão, e a sua divisão em séries, se for o caso;
>
> II – a quantidade e valor nominal das notas promissórias;
>
> III – as condições de remuneração e de atualização monetária, se houver;
>
> IV – o prazo de vencimento dos títulos;
>
> V – as garantias, quando for o caso;
>
> VI – o demonstrativo para comprovação dos limites previstos na regulamentação da CVM;
>
> VII – o local de pagamento;
>
> VIII – a contratação de prestação de serviços, tais como custódia, liquidação, emissão de certificados, agente pagador, conforme o caso.

Por fim, uma das características mais marcantes das notas promissórias é a cartularidade. Ou seja, a necessidade do título de crédito seja materializado em uma carta, isto é, escrito num papel ou documento. A cartularidade é uma característica importante, pois, é preciso possuir o título para o exercício do direito de crédito[83].

3.1.1. Instrução CVM 566/15

Em 31 de julho de 2015, a CVM editou a Instrução CVM-566 que disciplina as ofertas públicas de notas promissórias. Tal instrução trouxe alterações importantes para as notas promissórias.

---

[81] TOMAZZETE, ob.cit., p.128.

[82] NEGRÃO, Ricardo.**Curso de direito comercial e de empresa: teoria geral da empresa e direito societário. Vol.1**.18ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2022.p.192.

[83] REQUIÃO, ob.cit., p.458.

A primeira alteração significativa, conforme explica Amanda Barreto em seu artigo na Revista de Direito Mercantil, foi a permissão expressa da realização das referidas ofertas por sociedades limitadas e a possibilidade da utilização de notas promissórias como instrumentos de financiamento de longo prazo abriram caminho para uma expansão consistente destes instrumentos de dívida.[84]

Embora a emissão de notas promissórias por sociedades limitadas já fosse possível, desde a Instrução CVM-480/2009, esta condição não era explicita o suficiente, desta feita, a contribuição da Instrução CVM-566/2015, nesse sentido, foi conferir clareza à matéria, ao trazer em seu art. 2º, a seguinte redação:

> "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 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."[85]

A partir de tal artigo, conclui-se que podem ser emitidas notas promissórias pelas sociedades anônimas, abertas ou fechadas, sociedades limitadas e pelas cooperativas.

Outro ponto importante alterado pela Instrução CVM-566, é a respeito do prazo de vencimento, conforme explica Ricardo Negrão, antes de tal Instrução as "promessas de pagamento vencíveis no prazo de trinta a trezentos e sessenta dias, emitidas com exclusividade pelas sociedades por ações. O prazo máximo é reduzido para cento e oitenta dias quando a emitente for companhia fechada."[86]

Entretanto, como explica Amanda Barreto, atualmente não há mais distinção, em termos de prazo, entre notas promissórias emitidas por sociedades anônimas abertas ou fechadas, sendo assim, qualquer nota promissória pode apresentar prazo de vencimento de até 360 dias. Adicionalmente, se tais valores mobiliários forem objeto de oferta pública distribuída com esforços restritos e contarem com a presença de um agente fiduciário não

---

[84] BARRETTO, Amanda Gouvêa Toledo. **Financiamento de Micro e Pequenas Empresas Brasileiras Através de Ofertas Públicas de Notas Promissórias. Revista De Direito Mercantil 168/169**, p. 141-167, 1 jul. 2015. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2019/11/RDM_168-169-vers%C3%A3o-final-141-167.pdf. Acesso em: 24 set. 2022.p.2.

[85] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.**INSTRUÇÃO CVM Nº 566**. 31 jul. 2015. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst566.html. Acesso em: 25 set. 2022. (grifo nosso)

[86] NEGRÃO, ob.cit., p.192.

haverá prazo máximo de vencimento. Como consequência esta disposição tornou as notas promissórias passíveis de utilização para financiamentos de longo prazo.[87]

3.2. Conceito das Notas Comerciais

Após o panorama feito nos itens anteriores a respeito das notas promissórias comerciais, antes da promulgação da Lei 14.195/21. Adentraremos nos pormenores desse instituto após a alteração legislativa.

A Lei 14.195/21, prevê em seus artigos 45 a 51, um regime jurídico específico para tal instrumento, não obstante, algumas características das notas promissórias serão convergentes as notas comerciais.

Em um primeiro momento, é preciso conceituar as notas comerciais e entender suas particularidades. Desta forma, traremos visões de diferentes doutrinadores acerca do conceito de Nota Comercial, e então pormenorizaremos suas características e formas de uso no mercado de capitais brasileiro.

Sendo assim, é preciso elucidar que em seu artigo 45 a Lei 14.195/21 conceitua as notas comerciais, da seguinte forma:

> "Art. 45. A nota comercial, valor mobiliário de que trata o inciso VI do **caput** do art. 2º da Lei nº 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."

A primeira acepção doutrinária a ser trazida à baila é a do doutrinador Fábio Ulhoa que entende que a Nota Comercial:

> "(...) é um valor mobiliário que pode ser emitido não somente por sociedades anônimas, mas também por cooperativas e limitadas (Lei n. 19.145/21, art. 46). Ela pode ser admitida à negociação em MVM (distribuição pública) ou não (distribuição particular). Quando é destinada à distribuição pública, deve ser atendida a regulamentação da CVM, que, por exemplo, determina o vencimento em no máximo 360 dias, em regra. Conhecido por Commercial Paper, este valor mobiliário somente poderá ser negociado mediante endosso em preto com a cláusula sem garantia."[88]

---

[87] BARRETTO, Amanda Gouvêa Toledo. Financiamento de Micro e Pequenas Empresas Brasileiras Através de Ofertas Públicas de Notas Promissórias. **Revista De Direito Mercantil 168/169**, p. 141-167, 1 jul. 2015. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2019/11/RDM_168-169-vers%C3%A3o-final-141-167.pdf. Acesso em: 24 set. 2022.p.14.

[88] COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 33ª Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.p.127.

A partir de tal conceituação, pode-se entender que são instrumentos mais simples e menos complexos do que as debêntures, apresentadas e detalhadas no Capítulo 2 do presente trabalho.

Aliás, conclui-se que as notas comerciais podem ser emitidas pelas sociedades anônimas, sociedades limitadas e sociedades cooperativas, o que está devidamente regulamentado pelo *caput* do art. 46 da Lei 14.195/21.

Além de que, sobre o conceito das Notas Comerciais, Marlon Tomazette, evoca:

> "Assim sendo, quem subscreve um commercial paper está adquirindo o direito de receber a promessa de pagamento feita pela companhia em tal título. Trata-se, pois, de uma forma de financiamento das sociedades anônimas."[89]

Desta feita, entende-se que tal instrumento tem como serventia o financiamento da sociedade emitente, e uma forma mais rápida de capitalização do que as debêntures. Sobre tal entendimento, pode concluir que se destinam à captação de recursos para suprir necessidades imediatas de fluxo de caixa, posto que, possuem um prazo menor, e condições de emissão menos complexas[90].

Ainda sobre a conceituação de Notas Comerciais, cumpre trazer o entendimento de Sérgio Campinho sobre o assunto:

> "As notas comerciais, com efeito, consistem em títulos de crédito não conversíveis em ações, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro. [...] A deliberação sobre a emissão de tais títulos é da competência dos órgãos de administração da companhia."[91]

A partir de tal excerto e ao rememorar o conceito de Marlon Tomazette, em um breve comparativo com a conceito do doutrinador Fábio Ulhoa, - assim como no Capítulo 2 do presente trabalho, na conceituação de debêntures - tem-se o impasse a respeito da categorização das Notas Comerciais enquanto títulos de crédito ou quanto valores mobiliários.

No entanto, tal qual o tratamento dado as debêntures, o presente trabalho adotará a posição de que as notas comerciais em emissões públicas são valores mobiliários, e em emissões privadas serão títulos de crédito.

---

[89] TOMAZETTE, ob.cit., p.213.
[90] TOMAZETTE, ob.cit., p.213.
[91] CAMPINHO, ob.cit., p.80.

3.3. Características das Notas Comerciais com base na Lei 14.195/21.

A primeira característica das notas comerciais a ser elucidada, é a forma de deliberação de sua emissão. Sendo assim, dispõe o parágrafo único do art. 46 da referida Lei:

> "Parágrafo Único. A deliberação sobre emissão de nota comercial é de competência dos órgãos de administração, quando houver, ou do administrador do emissor, observado o que dispuser a respeito o respectivo ato constitutivo."

Após a deliberação da emissão, as notas comerciais possuem características que devem ser seguidas de forma correta pelo emissor, de tal forma que os termos constitutivos deste instrumento são padronizados. Sobre tais características, o art. 47 da Lei 14.195/21, pormenoriza da seguinte forma:

> "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."[92]

Cumpre destacar que, os títulos de uma mesma série terão necessariamente igual valor nominal e atribuirão idênticos direitos a seus titulares, conforme delimita o § 1º do art. 47 da Lei 14.195/21. Além do mais, sobre a alteração das caraterísticas do instrumento, com base na Lei 14.195/21, Sérgio Campinho explica que:

> "A alteração das características dependerá de aprovação da maioria simples dos titulares dos títulos em circulação, presentes em assembleia, podendo o termo de emissão elevar o citado quórum. À assembleia antes mencionada, será aplicado, quanto à

[92] Lei 14.195/21, grifo nosso

> sua convocação e ao seu funcionamento, dentre outros aspectos, o regramento acerca da assembleia geral de debenturistas."[93]

Outra importante característica das Notas Comerciais, é que são título executivos extrajudiciais, podendo ser executado independentemente de protesto, conforme determina o art. 48 da Lei 14.195:

> "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.
>
> Parágrafo único. A nota comercial poderá ser considerada vencida na hipótese de inadimplemento de obrigação constante do respectivo termo de emissão."

Como explicitado pelo art. 48 acima, as notas comerciais a execução independentemente de protesto, só deve ocorrer "com base em certidão emitida pelo escriturador ou pelo depositário central, quando forem objeto de depósito centralizado."[94] De mais a mais, conforme o parágrafo primeiro do referido artigo, as notas comerciais podem ser consideradas vencidas nas hipóteses de inadimplemento de obrigação presente nos respectivos termos de emissão.

3.4.Novidades trazidas pela Lei 14.195/21

A Lei 14.195 de 26 de agosto de 2021, inovou ao estabelecer um regime jurídico para as notas comerciais, que conforme explicado no presente trabalho tinham seu regime jurídico equiparado às notas promissórias. Desta feita, explicitaremos as principais novidades trazidas por tal legislação.

Uma das alterações mais importantes trazidas pela legislação em voga, é a perda da cartularidade do título, podendo ser emitido de forma informatizada, dispensando a forma escrita. Tal previsão encontra-se previsto no art.49, que dispõe:

> Art. 49. A titularidade da nota comercial será atribuída exclusivamente por meio de controle realizado nos sistemas informatizados do escriturador ou no depositário central, quando esse título for objeto de depósito centralizado.

Sendo assim, pode-se afirmar que as notas comerciais possuem uma menor burocracia no momento da emissão.

A seguir, de forma separada, esse trabalho tratará das alterações trazidas com relação as emissões públicas e privadas.

---

[93] CAMPINHO, ob.cit., p.80.
[94] CAMPINHO, ob.cit., p.80.

3.4.1. Emissão Pública

Com relação à emissão pública de notas comerciais, a Lei 14.195/21 estabelece em seu art. 50, a seguinte redação:

> "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."

Sendo assim, a partir de tal artigo Sérgio Campinho explica que a CVM exercerá o seu poder regulamentar ao contorno legislativo do título, uma vez que cabe à autarquia estabelecer requisitos adicionais, "inclusive no que se tange à eventual necessidade de contratação de agente fiduciário, relativamente aos títulos que sejam ofertados publicamente ou admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, sem descurar da necessidade de estabelecer disposições harmônicas com a sua natureza cambial".[95]

Além de que, através do Ofício nº 6/2022/CVM da CVM, a autarquia explicou que em seu entendimento:

> "Não há necessidade de novo ato normativo editado pela CVM para que as notas comerciais possam ser emitidas e/ou distribuídas e negociadas em mercado secundário. No entanto, a CVM pode vir a identificar aspectos específicos que justifiquem medidas regulatórias."[96]

Neste mesmo Ofício, a respeito da Oferta Pública das Notas Comerciais, a CVM explica que devem ser aplicadas as regras contidas na Instrução CVM 400 e Instrução CVM 476 as notas comerciais. E, caso seja necessário, vão proferir uma nova Instrução para completar as lacunas legislativas quanto à emissão publica das notas comerciais.

Outro fator importante, é que a Instrução CVM 566 não deve ser aplicada as Notas Comerciais, como ocorreu em um primeiro momento. Entretanto, devem ser seguidas as regras contidas, nas Instruções CVM 400 e 476, como explica o referido Ofício:

> "3. As ofertas públicas das Notas Comerciais devem seguir as regras hoje aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários similares, quais sejam, a Instrução CVM 400 e Instrução CVM

[95] CAMPINHO, ob.cit., p.80.

[96] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.Grifo nosso.

> 476, e da nova resolução a ser publicada por esta D. Comissão em momento breve;
>
> 4.Não se aplica a este novo título a Instrução CVM 566, regra da CVM aplicável às Notas Promissórias;
>
> 5. A emissão pública de Notas Promissórias continuará possível e uma alternativa ao mercado de capitais [...]"[97]

3.4.2. Emissão Privada

No tocante às emissões privadas, a Lei 14.195/21 estabeleceu as regras a serem aplicadas, em seu art. 51 que determina:

> "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."

A maior novidade é a possibilidade de conversibilidade em participação societária, nas sociedades limitadas e sociedades cooperativas, com exceção das sociedades anônimas, abertas ou fechadas, estabelecido no § 2º do referido artigo.

Outra inovação prevista no inciso I, do referido artigo, são os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro do Bank for International Settlements (BIS), tais

[97]COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.

princípios nasceram após a crise do *subprime* norte-americano, considerando que o mercado estava fragilizado[98].

Estes princípios foram emitidos em conjunto pelo Comitê Técnico da International Organization of Securities Commissions (IOSCO), instituição que reúne a maioria dos órgãos governamentais de regulação do mercado de valores mobiliários globalmente e, pelo Comitê para Sistemas de Liquidação e Pagamentos (CPMI), ambos do Bank for International Settlements (BIS). Esses princípios possuem o intuito de harmonizar as normas anteriores, bem como reforçar e preservar sistemicamente a estabilidade financeira internacional.

Sobre tais princípios, Marcelo Queiroga, Reisoli Brender Filho e Kelmara Mendes, explicam em seu artigo na Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace, da seguinte forma:

> "Em resposta a essa crise, a partir do ano de 2009, com a criação da Financial Stability Board - FSB (instituição que assumiu papel principal na promoção da reforma da regulação financeira internacional) alguns importantes passos foram dados no sentido de mitigar o risco sistêmico do mercado financeiro. Nesta direção, uma das mais importantes medidas foi a publicação, em abril de 2012, dos Princípios para as Infraestruturas do Mercado Financeiro-PFMI (CPSS/IOSCO, 2012). Especificamente, essa nova legislação compõe-se de 24 princípios, com abrangência internacional."[99]

O inciso I, do art. 51, estabelece que devem ser aplicados os princípios que dizem respeito à segurança, à governança e à continuidade de negócios. Desta forma, o presente trabalho destacará três princípios que podem de certa forma traduzir o que foi solicitado pelo legislador, sendo eles:

> "Governança: Uma infraestrutura do mercado financeiro deverá contar com mecanismos de governança que sejam claros e transparentes, que fomentem a segurança e a eficiência da própria infraestrutura, e que respaldem a estabilidade do sistema financeiro em geral, outras considerações de interesse público, e os objetivos das partes interessadas.
>
> Risco geral de negócios: Uma infraestrutura deverá identificar, controlar e gerir seu risco empresarial geral e manter ativos líquidos suficientes financiados através de seu patrimônio para

[98] REIS, Marcelo Queiroga; BENDER FILHO, Reisoli, VIEIRA, Kelmara Mendes. **Princípios para infraestruturas do mercado financeiro: análise de sua implementação mundial. RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**. v. 10, n. 3, p. 39-58, 2019.p.40.

[99] REIS, Marcelo Queiroga; BENDER FILHO, Reisoli, VIEIRA, Kelmara Mendes. **Princípios para infraestruturas do mercado financeiro: análise de sua implementação mundial. RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**. v. 10, n. 3, p. 39-58, 2019.p.40-41.

> cobrir possíveis perdas gerais do negócio de maneira que possa continuar prestando serviços como empresa em funcionamento. Esta quantidade deverá ser suficiente em todo momento para garantir a reestruturação ou liquidação ordenada das atividades e serviços mais importantes da infraestrutura durante um período de tempo adequado.
>
> Risco Operacional: Uma infraestrutura deverá identificar todas as fontes possíveis de risco operacional, tanto internas quanto externas, e minimizar seu impacto através do uso de sistemas, controles e procedimentos adequados. Os sistemas deverão dispor de um alto grau de segurança e confiabilidade operacional, e ter uma capacidade adequada e versátil. Os planos de continuidade do serviço deverão ter como objetivo a recuperação oportuna das operações e o cumprimento de obrigações da infraestrutura, incluindo-se o caso em que se produzam alterações de grande escala."

Sendo assim, pode-se entender que a ideia do legislador ao mencionar estes princípios na Lei 14.195/21, foi de prever que aqueles que emitirem as notas comerciais, devem prezar pela transparência, antever riscos, e se preocupar com a continuidade do curso normal dos negócios em sua empresa após a emissão de tal título.

3.5. Breve comparativo entre Notas Comerciais e o Commercial Paper norte-americano.

Assim como explica Sérgio Campinho[100], as notas comerciais foram inspiradas nos *commercial papers* norte-americano. Portanto, o presente trabalho analisará de forma breve os pontos de convergência entre ambos os instrumentos.

Sobre os *commercial papers*, Kahl et.al., os define da seguinte forma:

> "CP is short-term publicly traded, unsecured debt. It typically has a maturity of up to 270 days with average maturity of about 45 days. Due to its short maturity, CP is typically rolled over at maturity. CP borrowing is concentrated among large and well-established firms".[101]

Conforme já mencionado, as notas comerciais possuem um prazo de resgate menor do que as debêntures, da mesma forma que os *commercial papers* possuem um prazo menor do que os *bonds* – conforme explicado no presente trabalho.

---

[100] CAMPINHO, ob.cit, p.80.

[101] KAHL, Matthias; SHIVDASANI, Anil; WANG, Yihui. **Short-Term Debt as Bridge Financing: Evidence from the Commercial Paper Market. Journal of Finance**, p. 1-68, 11 nov. 2013. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1120068. Acesso em: 25 set. 2022. "CP é uma dívida de curto prazo negociada publicamente, sem garantia. Tem normalmente uma maturidade de até 270 dias com uma maturidade média de cerca de 45 dias. Devido ao seu curto prazo de vencimento, o CP é tipicamente rolado no vencimento. O empréstimo de CP está concentrado entre empresas grandes e bem estabelecidas." (Tradução nossa).

Ademais, no que diz respeito a forma de emissão as notas comerciais quando circulam de forma privada não precisam ser registradas perante a CVM, porém, devem seguir um padrão de transparência, e quando oferecidas a mercado devem ser registradas perante a CVM.

Acerca dos *commercial papers* não é diferente, quando objeto de oferta pública, devem ser registrados perante a *Securities and Exchange Comission*, isto é, a "CVM" americana, e quando objeto de emissão privada estão dispensadas, conforme Kahl et.al., explica:

> "To issue CP, firms establish a CP program that authorizes CP borrowing up to a pre-specified maximum and register it with the SEC. Once the program is established, a firm can borrow under it without further regulatory approval or disclosure since CP is exempt from SEC registration requirements. Establishing a CP program entails costs such as fees to credit rating agencies for obtaining and maintaining a short-term credit rating, fees to banks for backup credit facilities, and fees paid to dealers."[102]

Por fim, assim como as Notas Comerciais brasileiras, os *commercial papers* têm como objetivo, uma rápida capitalização das sociedades, como pode ser observado no seguinte excerto:

> "[…] CP can be used to finance new investment opportunities very quickly as they occur. Further, CP borrowing amounts can be easily adjusted by issuing new CP or retiring CP at maturity. This can be valuable for new investment projects whose exact funding needs are not known at inception. […]"[103]

Conclui-se então, que ambos os institutos de capitalização possuem regimes jurídicos parecidos, além de terem a finalidade de rápida capitalização das empresas que as emitem.

---

[102] KAHL, et.al., ob.cit., "Para emitir o CP, as empresas estabelecem um programa de CP que autoriza o empréstimo do CP até um máximo pré-especificado e registam-no na SEC. Uma vez estabelecido o programa, uma empresa pode pedir emprestado ao abrigo do mesmo sem aprovação ou divulgação regulamentar adicional, uma vez que a CP está isenta dos requisitos de registo na SEC. O estabelecimento de um programa de CP implica custos tais como taxas às agências de notação de crédito para obter e manter uma notação de crédito a curto prazo, taxas aos bancos para facilidades de crédito de reserva, e taxas pagas aos concessionários." (Tradução nossa)

[103] KAHL, et.al., ob.cit. "A CP pode ser utilizada para financiar novas oportunidades de investimento muito rapidamente à medida que estas ocorrem. Além disso, os montantes de empréstimo de CP podem ser facilmente ajustados através da emissão de novos CP ou da reforma de CP no vencimento. Isto pode ser valioso para novos projetos de investimento cujas necessidades exatas de financiamento não são conhecidas no início." (Tradução nossa)

4. COMPARATIVO ENTRE AS DEBÊNTURES E AS NOTAS COMERCIAIS

4.1. Forma e despesas de registro

No que tange sobre a forma de registro, a Lei das S.A. declara de forma tácita que as debêntures, devem ser registrada no Registro de Comércio através do art. 62 e seus incisos:

> 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 assembléia-geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão;
>
> II - inscrição da escritura de emissão no registro do comércio;

Desta forma, no tocante ao registro Eizirik, esclarece:

> "Para que as debêntures sejam colocadas em circulação, é necessário adotar os seguintes procedimentos: o registro das garantias, se existentes; a inscrição da escritura e o arquivamento da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão na Junta Comercial; e, tratando-se de emissão pública, o registro na Comissão de Valores Mobiliários, além da interveniência do agente fiduciário na referida escritura de emissão, sob pena de os administradores, nos termos do §1º, responderem pelas perdas e danos causados à companhia ou a terceiros."[104]

Além disso, é importante enfatizar que as garantias devem ser registradas de forma anterior a colocação das debêntures. Destaca-se que, as garantias podem possuir documento próprio, ou previstas através da escritura de emissão. Caso seja constituída por documento próprio, também deverá ser levado a registro perante a Junta Comercial competente, e na hipótese de garantia real (bens imóveis) deverá ser registrado perante o cartório de Registro de Imóveis.

O registro da emissão é requisito extremamente necessário, caso ocorra a ausência de registro da emissão, esta será considerada nula[105].

Analisaremos no presente trabalho os valores envolvidos na emissão de debêntures, desde o registro perante a Junta Comercial competente, até possibilidade de registro perante o cartório nos casos aplicáveis, em que as garantias devem ser registradas também.

Para o registro perante a Junta Comercial, especificamente na Junta Comercial de São Paulo, o valor para registro de qualquer ato de uma sociedade anônima o valor é de

[104] EIZIRIK, ob.cit., p.391.
[105] CARVALHOSA, ob.cit., p.613.

R$ 485,94[106] (quatrocentos e oitenta e cinco, e noventa e quatro reais), aliás, para o registro da Escritura de Emissão de debêntures o valor é de R$ 637,80 (seiscentos e trinta e oito, e oitenta centavos), e em caso de aditamento da escritura o valor é o mesmo.

Desta forma, considerando que a lei institui que deve ser registrado perante o Registro do Comércio, a assembleia geral ou a reunião do conselho que deliberou sobre a emissão bem como a escritura das debêntures. Portanto, apenas no registro perante a Junta Comercial será despendido aproximadamente o valor de R$1.123,74 (este valor considera uma assembleia geral e a escritura de emissão, podendo aumentar caso seja deliberada a emissão pela AGE e conselho de administração).

Conforme disposto acima, as garantias da emissão também devem ser registradas, e caso esteja em instrumento separado, esse deve ser registrado em cartório. Sendo assim, após consulta ao Centro de Estudos e Distribuição de Títulos e Documentos de São Paulo – CDT SP – o valor de registro depende do valor do documento. [107]

Figura 1:

CDT

Centro de Estudos e Distribuição de Títulos e Documentos de São Paulo

TABELA PARA O REGISTRO DE TÍTULOS E DOCUMENTOS COM VALOR DECLARADO , EM VIGOR A PARTIR DE 07/01/2022.

1) Títulos e Documentos

Registro ou averbação integral de contratos, título ou documento com conteúdo financeiro:

(localizar nas alíneas abaixo o valor que está no documento)							Valor do registro
a) até				R$	1.919,00	R$	111,55
b) acima de	R$	1.919,01	a	R$	4.794,00	R$	161,55
c) acima de	R$	4.794,01	a	R$	7.991,00	R$	228,24
d) acima de	R$	7.991,01	a	R$	15.985,00	R$	336,63
e) acima de	R$	15.985,01	a	R$	23.976,00	R$	511,72
f) acima de	R$	23.976,01	a	R$	31.970,00	R$	678,46
g) acima de	R$	31.970,01	a	R$	47.955,00	R$	845,20
h) acima de	R$	47.955,01	a	R$	63.940,00	R$	945,24
i) acima de	R$	63.940,01	a	R$	79.925,00	R$	1.011,93
j) acima de	R$	79.925,01	a	R$	95.910,00	R$	1.078,63
k) acima de	R$	95.910,01	a	R$	159.850,00	R$	1.245,38
l) acima de	R$	159.850,01	a	R$	223.790,00	R$	1.545,50
m) acima de	R$	223.790,01	a	R$	294.124,00	R$	1.845,63
n) acima de	R$	294.124,01	a	R$	319.700,00	R$	1.846,66
o) acima de	R$	319.700,01	a	R$	1.626.144,00	R$	1.850,66
p) acima de	R$	1.626.144,01	a	R$	2.439.217,00	R$	2.291,24
q) acima de	R$	2.439.217,01	a	R$	3.252.289,00	R$	2.742,43
r) acima de	R$	3.252.289,01	a	R$	8.130.722,00	R$	3.517,96
s) acima de	R$	8.130.722,01	a	R$	16.261.445,00	R$	4.549,26
t) acima de	R$	16.261.445,01	a	R$	24.392.167,00	R$	6.096,23
u) acima de	R$	24.392.167,01	a	R$	32.522.890,00	R$	8.158,84
v) acima de	R$	32.522.890,01	a	R$	48.784.335,00	R$	10.737,11
w) acima de	R$	48.784.335,01	a	R$	65.045.780,00	R$	13.831,02
x) acima de	R$	65.045.780,01	a	R$	97.568.670,00	R$	17.440,62
y) acima de	R$	97.568.670,01				R$	21.565,84

É importante ressaltar, que os valores aqui apontados correspondem ao Estado de São Paulo, portanto, os emolumentos para registro podem variar para mais ou para menos

[106] JUNTA COMERCIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Portaria Jucesp nº 105, de 22 de dezembro de 2021**. Tabela de Preços. [*S. l.*], 22 dez. 2021. Disponível em: http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Anexo%20I_Tabela%20de%20Precos_Portaria_105.pdf. Acesso em: 2 out. 2022.

[107] CENTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE TÍTULOS E DOCUMENTOS (São Paulo). **Tabela Para o Registro de Títulos e Documentos com Valor Declarado**. 7 jan. 2022. Disponível em: https://cdtsp.rtdbrasil.org.br/assets/files/tabelas/Tabela_2022.pdf. Acesso em: 25 set. 2022.

a depender do que é estatuído pelas demais Juntas Comerciais e cartórios ao redor de todo o país.

Destaca-se que além dos emolumentos mencionados, ainda, é preciso considerar os honorários dos advogados que cuidarão da parte legal da emissão e elaboração dos documentos necessários para tanto. Outrossim, em caso de serem oferecidas a mercado, ainda, possuem as despesas com o agente fiduciário.

Conclui-se então, que para uma emissão de debêntures despende-se uma grande quantia de dinheiro, principalmente da parte emissora, já que, é quem tem a obrigação de arcar com a maioria dos gastos.

Quanto às notas comerciais, a partir das alterações trazidas pela Lei 14.195/21, tal instrumento passa a ser aceito quando emitido na forma eletrônica. Entretanto, como é uma legislação muito recente, através do Ofício nº6 a CVM se manifestou sobre o registro do título, e explica:

> "Adicionalmente, a Lei nº 14.195, de 2021, não contém disposição análoga ao art. 62 da Lei nº 6.404, de 1976, segundo o qual nenhuma emissão de debêntures pode ser feita sem determinados requisitos, dentre os quais a inscrição da escritura de emissão no registro do comércio. Assim, é possível interpretar que a nota comercial pode ser emitida independentemente do ato de registro, o qual seria necessário essencialmente para promover a publicidade do título perante terceiros, e que, portanto, o registro poderia ocorrer após o procedimento de precificação.
>
> Em que pese não terem sido identificados óbices a esse respeito por força do texto da Lei nº 14.195, de 2021, é válido destacar que (i) esse ponto em particular não foi objeto de discussões durante a tramitação da Medida Provisória e da posterior Lei em que veio a ser convertida; e (ii) o tema pode estar sujeito a outras disposições legais que regem a atividade registrária de modo mais amplo, razão pela qual estamos consultando a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM a respeito desse tópico e, oportunamente, apresentaremos os esclarecimentos adicionais que se façam necessários."[108]

Neste mesmo Ofício, a CVM esclarece também sobre a possibilidade de aplicação subsidiária da Lei das S.A. nas notas comerciais:

> "Conforme já comentado em atenção ao item "2" e parágrafos 10 e 11 supra, a Lei nº 14.195, de 2021, efetivamente buscou instituir um valor mobiliário mais flexível que as debêntures, regidas pela Lei nº 6.404, de 1976, de modo que a aplicação subsidiária deste

[108] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.

> último diploma legal - com exceção do caso específico (art. 47, § 3º) em que essa aplicação subsidiária é prevista de modo expresso - parece frustrar ao menos em parte o objetivo visado pelo legislador."[109]

Desta forma, conclui-se que no que toca ao registro as notas comerciais não necessitam de registro de forma obrigatória, e o registro pode ocorrer após o procedimento de precificação. Da mesma forma, foi cogitado aplicar a Lei das S.A. de forma subsidiária as notas comerciais, todavia, tal hipótese foi considerada como descabida pela autarquia, dado que, tal título é mais flexível.

Além de que, pode-se dizer que através desta flexibilidade, o instrumento possui menos trâmites necessários para a sua circulação, todavia, recomenda-se o registro para que haja uma maior transparência na relação entre a sociedade emissora e aqueles que adquirirem o instrumento.

Outrossim, a transparência é requisito necessário conforme estatui a Lei 14.195, inc. I art.51, deve-se seguir os Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro do Bank for International Settlements (BIS), os quais foram explicados no Capítulo 3.

Quanto às despesas para a emissão de notas comerciais, pode-se dizer que são menores, posto que, não há necessidade de registro perante a Junta Comercial, mas ainda há que se contabilizar as despesas com advogados para a elaboração dos documentos e assessorar a emissão. E nos casos de emissão pública, o registro perante a CVM.

4.2. Modo de deliberação dentro das Sociedades/Companhias

No tocante a forma de deliberação, para a emissão de debêntures e das notas comerciais, pode-se dizer que se assemelham. Visto que, as legislações que as regem preveem formas parecidas de deliberação, que serão analisadas no presente trabalho.

A deliberação para emissão de debêntures, é de competência da assembleia geral, conforme estabelece o caput do art. 59 da Lei das S.A., que prevê:

> Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto [...]

Além de tudo, o §4º do referido artigo permite que seja delegado ao conselho de administração, a deliberação sobre a possiblidade de emissão. Não obstante, vale destacar que quando for delegado ao conselho de administração, a assembleia geral deverá aprovar

[109] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.Grifo nosso.

a emissão, fixar as características básicas das debêntures[110] (incisos I a V do caput), e caberá ao conselho deliberar sobre as características especificas da emissão (incisos VI a VIII).

Em contrapartida, a deliberação para emissão da nota comercial deverá ser feita pelo órgão de administração, ou, pelo administrador quando houver, na forma do que determina o parágrafo único do art. 46 da Lei 14.195/21:

> Parágrafo único. A deliberação sobre emissão de nota comercial é de competência dos órgãos de administração, quando houver, ou do administrador do emissor, observado o que dispuser a respeito o respectivo ato constitutivo.

Por órgãos de administração, o presente trabalho se aterá a definição trazida por Tavares Borba:

> "Os órgãos administrativos são os que dão vida à sociedade, fazendo-a funcionar. São dois esses órgãos: o conselho de administração e a diretoria.
>
> O conselho de administração tem funções deliberativas e de ordenação interna, enquanto a diretoria exerce atribuições efetivamente executivas, as quais, aliás, são de sua competência exclusiva e indelegável."[111]

Sendo assim, tal definição pode ser aplicada às sociedades limitadas, porquanto, a Lei das S.A. pode ser aplicada de forma subsidiária neste tipo societário. Conclui-se então que, as sociedades limitadas podem possuir, conselho de administração e diretoria ao invés de apenas um administrador.

Desta forma, pode-se dizer que ambos os instrumentos convergem na forma de deliberação para emissão dos respectivos títulos, apesar de haver uma maior formalidade na emissão de debêntures.

4.3. Aceitação entre os investidores

Debêntures

As debêntures são um instrumento já consolidado no mercado brasileiro, considerando que existe desde os primórdios do desenvolvimento da economia brasileira. Desta feita, por ser um título muito popular entre as sociedades e companhias, por ser seguro e transparente para os adquirentes deste tipo de investimento. Sobre o crescimento da emissão de debêntures, Thales Janguiê explica:

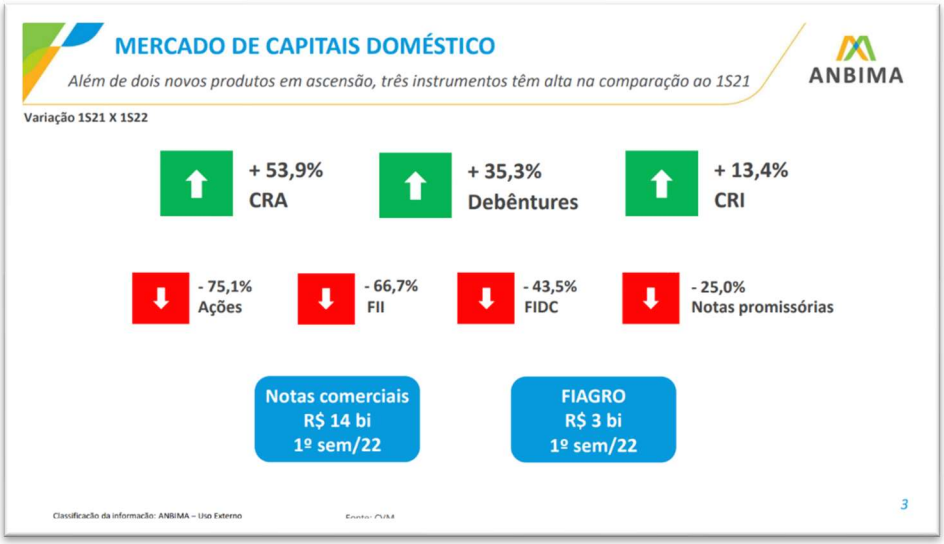
> "[...] por ser as debêntures um instrumento útil e adequado para o financiamento de médio e longo prazo das companhias, e por

[110] EIZIRIK, ob.cit., p.370.
[111] BORBA, ob.cit., p.393.

> 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, e no Brasil, o uso desse instituto pelas companhias continua a crescer, comprovando, desse modo, a importância desse meio de financiamento empresarial."[112]

Além disso, em seu relatório semestral, a ANBIMA demonstrou que com relação ao primeiro semestre de 2021, houve um crescimento de 35,3% (trinta e cinco por cento e três centésimos) de novas emissões de debêntures no primeiro semestre de 2022. Conforme esclarece a Figura 2, abaixo:

Figura 2[113]:



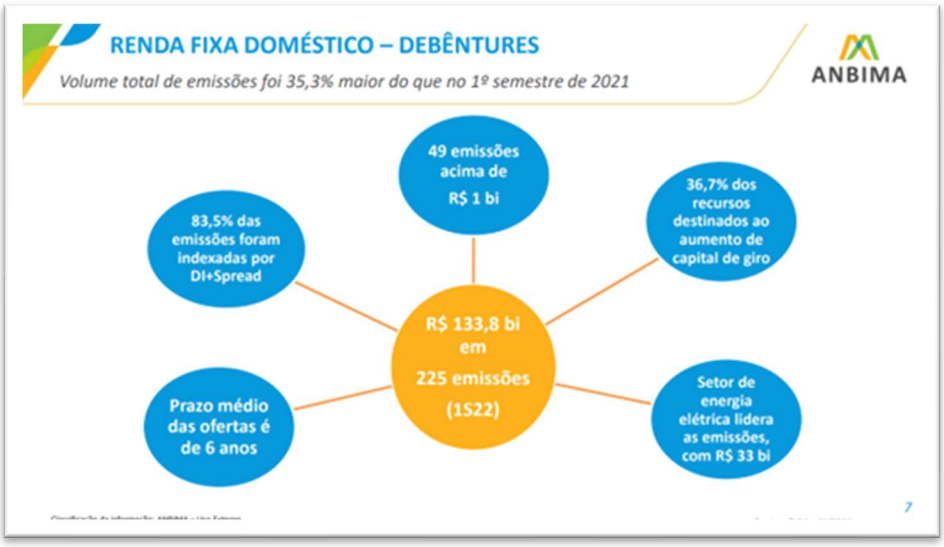
Ademais, pode-se concluir a partir da Figura 3, abaixo, que apenas no primeiro semestre de 2022, foram registradas 225 emissões de debêntures, que resultaram no valor expressivo de R$133,8 (cento e trinta e três bilhões, e oitocentos milhões de reais). Outro fator importante a ser ressaltado, é que 36,7% dos recursos captados foram usados para aumentar o capital de giro.

---

[112] DINIZ, Thales Janguiê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**. Dissertação de Mestrado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2022.

[113] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Infográfico.p.03. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

Figura 3[114]:



A partir dos dados trazidos pode-se concluir que as debêntures são instrumentos de crédito mais emitidos no mercado brasileiro, devido as suas características, e por serem de extrema confiança dos investidores, sendo da parte emissora ou daqueles que adquirem o título, os debenturistas.

Notas Comerciais

O novo marco regulatório sobre as notas comerciais, foi a promulgação da Lei 14.195/21, desde então viu-se no Brasil, o crescimento de Venture Debt (dívida de risco), isto é, empréstimos com condições mais coerentes e vantajosas do que os empréstimos bancários tradicionais e mais complexos. E é nesta categoria que as notas comerciais se enquadram.

No mercado brasileiro, apesar de equivalerem a menos de 1% do total investido no setor, em 2022 a modalidade tem avançado de forma expressiva, o que demonstra, que há amplo espaço para crescimento[115]. Destaca-se que os empréstimos de Venture Debt, são populares entre as startups, posto que, por serem empresas com natureza inovadora,

[114] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Infográfico.p.07. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

[115] MARTINS, Beatriz; RABELLO , Gustavo; FONSECA, Victor. **Venture Debt cresce no Brasil com uso de Notas Comerciais e outros ativos**. **Startups**, [*S. l.*], 20 set. 2022. Disponível em: https://startups.com.br/artigo/artigo-venture-debt-cresce-no-brasil-com-uso-de-notas-comerciais-e-outros-ativos/?utm_source=Startups.com.br&utm_campaign=0532ef7e65NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01&utm_medium=email&utm_term=0_ab8b69d017-0532ef7e65-493814225&ct=t(NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01)&mc_cid=0532ef7e65&mc_eid=6f9845af88. Acesso em: 22 set. 2022.

possuem menos crédito em linhas tradicionais. Outro fator para a escassez de crédito para as startups, são os seus poucos anos de vida e, as incertezas que as cercam, pois, não se sabe se tal produto se encaixará no mercado.

Sobre os prós e contras do Venture Debt, pode ser explicado da seguinte forma:

> No fim do dia, para o empreendedor do chamado early stage, o financiamento via dívida pode ser vantajoso, considerando, principalmente, que nem sempre ele deseja trazer um sócio novo para seu negócio e consequentemente se desfazer de parte de suas quotas ou ações. [...] O financiamento via Venture Debt, por sua vez, é utilizado, geralmente, para obrigações de curto e médio prazo que requeiram caixa mais imediato. O ponto negativo envolve o fato de que as primeiras parcelas geralmente possuem um prazo mais curto para pagamento de volta ao credor/investidor. Do lado positivo, a rapidez e simplificação, além de manter intacta a sua estrutura societária, têm atraído interesse do mercado como um todo.
>
> Do ponto de vista do investidor, o foco deve ser direcionado à necessidade da estruturação de um pacote de garantias mais robusto, em caso de eventualidades futuras. A condução de uma *Due Diligence* visando se certificar acerca da capacidade do devedor/empreendedor de honrar os pagamentos da dívida contraída também deve ser realizada. Inclusive, é comum que essas garantias estejam atreladas aos ativos mais característicos de empresas inovadoras – como alienações fiduciárias envolvendo cotas, cessão de recebíveis, dentre outros. [116]

Endossando os argumentos pró-Venture Debt, o relatório semestral da ANBIMA, demonstrou que apenas no primeiro semestre de 2022, foram emitidos R$14 (quatorze) bilhões em notas comerciais, por 44 (quarenta e quatro) emissoras, sendo 22 (vinte e duas) emissoras totalmente novas, ou seja, nunca haviam emitido notas promissórias ou debêntures anteriormente.

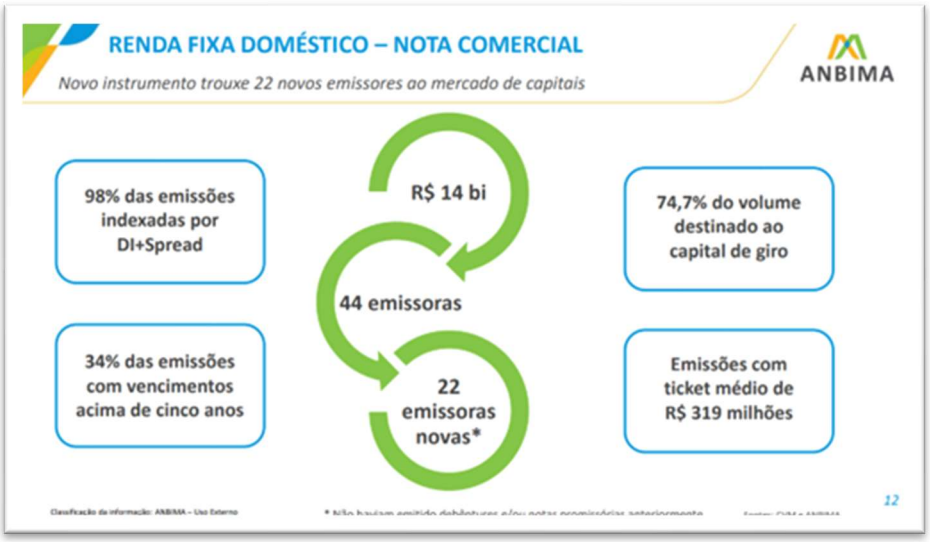
Ademais, 74,7% das emissões foram destinadas a injeção de capital no capital de giro das emissoras, ou seja, na forma de empréstimo para alavancar a atuação das empresas.

Estas conclusões, podem ser analisadas através da Figura 3 abaixo:

---

[116]MARTINS, Beatriz; RABELLO , Gustavo; FONSECA, Victor. **Venture Debt cresce no Brasil com uso de Notas Comerciais e outros ativos**. **Startups**, [*S. l.*], 20 set. 2022. Disponível em: https://startups.com.br/artigo/artigo-venture-debt-cresce-no-brasil-com-uso-de-notas-comerciais-e-outros-ativos/?utm_source=Startups.com.br&utm_campaign=0532ef7e65NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01&utm_medium=email&utm_term=0_ab8b69d017-0532ef7e65-493814225&ct=t(NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01)&mc_cid=0532ef7e65&mc_eid=6f9845af88. Acesso em: 22 set. 2022.

Figura 4:[117]



Ainda assim, não são apenas as empresas de early-stage tem se utilizado das notas comerciais. Em 18 de agosto de 2022, a Diretoria Executiva da Petrobrás autorizou a primeira emissão de notas comerciais no valor de até R$ 3 bilhões.

Em fato relevante enviado à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Petrobrás esclareceu que que as notas comerciais, serão emitidas sem garantia real e fidejussória, em até duas séries que serão objeto de distribuição pública, com esforços restritos de distribuição, sob regime misto de garantia firme e melhores esforços de colocação. Desse modo, a Emissão será composta por até 3 milhões de Notas Comerciais, com valor nominal unitário de R$ 1 mil (mil reais). Destaca-se que, os recursos captados por essa emissão tem como objetivo aplicar capital no caixa da empresa para ser utilizado no curso ordinário dos negócios.[118]

Por fim, a Figura 5 demonstra o volume de emissão por instrumento. Desta feita, pode-se afirmar que no primeiro semestre de 2022, as debêntures foram o instrumento mais emitido, entretanto, não se pode dizer o mesmo das notas comerciais. Porém, ainda que não seja um dos títulos mais emitidos, neste período superou a emissão de notas promissórias.

---

[117] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Infográfico.p.12. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

[118] MOREIRA, Beth. Petrobras fará emissão de notas comerciais escriturais de até R$ 3 bilhões. **CNN Brasil**, [*S. l.*], 19 ago. 2022. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/petrobras-fara-emissao-de-notas-comerciais-escriturais-de-ate-r-3-bilhoes/. Acesso em: 18 set. 2022.

Além desse fato, é importante evidenciar que as notas comerciais passaram a ter regulamento próprio apenas em 2021, enquanto, as debêntures possuem um arcabouço regulatório desde o início da industrialização brasileira, conforme demonstrado no panorama histórico desenvolvido no presente trabalho.

Figura 5[119]:

ANEXO

ANBIMA

	Volume total	Debêntures	Notas Comerciais	Notas promissórias	Letras Financeiras	CRA	CRI	FIDC	Ações IPOs	Ações follow-ons	FIAGRO	FII
Jan/21	21.648	4.003	0	0	0	200	1.269	3.833	486	5.315	0	6.542
Fev/21	28.119	12.671	0	40	0	193	1.746	3.209	2.384	6.258	0	1.618
Mar/21	53.039	14.268	0	1.110	0	2.682	1.795	9.320	17.688	0	0	6.177
Abr/21	42.086	24.640	0	1.455	0	1.729	2.575	3.655	0	5.313	0	2.719
Mai/21	64.883	22.968	0	2.805	0	3.509	4.001	9.169	5.360	12.670	0	4.401
Jun/21	55.337	20.322	0	415	0	2.166	1.686	4.043	9.814	10.448	0	6.443
TOTAL – 1S21	**265.111**	**98.872**	**0**	**5.825**	**0**	**10.478**	**13.072**	**33.228**	**35.733**	**40.004**	**0**	**27.900**
Jan/22	18.217	7.043	445	1.761	0	1.239	638	5.571	406	6	675	434
Fev/22	48.535	24.269	5.160	320	0	2.874	1.649	1.910	0	11.299	840	214
Mar/22	39.635	24.559	4.095	240	0	2.765	3.203	2.510	0	6	370	1.887
Abr/22	31.903	17.625	1.792	151	0	2.258	3.777	3.607	0	629	191	1.872
Mai/22	45.377	32.666	470	250	0	3.577	1.906	2.736	0	904	307	2.561
Jun/22	44.447	27.608	2.075	1.648	0	3.416	3.658	2.432	0	5.637	591	2.308
TOTAL – 1S22	**233.114**	**133.845**	**14.037**	**4.370**	**0**	**16.129**	**14.830**	**18.765**	**406**	**18.482**	**2.974**	**9.277**

4.4. O agente fiduciário

A figura do agente fiduciário é de extrema importância na emissão de debêntures oferecidas à mercado, na forma do que foi demonstrado no item 2.3.9 do presente trabalho.

Sobre tal figura, prevista nos artigos 66 a 70 da Lei das S.A., Nelson Eizirik, ensina:

> "Incumbe ao agente fiduciário fiscalizar o cumprimento das obrigações o cumprimento das obrigações assumidas pela companhia, utilizando de qualquer ação para proteger os direitos e interesses dos debenturistas e empregar no exercício da função o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus bens."[120]

[119] ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Tabela.p.16. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

[120] EIZIRIK, ob.cit., p.406.

Ressalta-se que na prática, é raro o exercício da função de agente fiduciário por pessoa física, considerando que muitas instituições financeiras se especializaram em desempenhar tal função[121].

Desta feita, no caso das notas comerciais, apesar de haver a possibilidade de serem oferecidas à mercado, não houve a instituição da figura do agente fiduciário. Sobre esse ponto, a CVM através de Ofício esclareceu:

> Nos termos do art. 50 da Lei nº 14.195, de 2021, a CVM pode estabelecer requisitos adicionais aos legais, inclusive a eventual necessidade de contratação de agente fiduciário, para notas comerciais ofertadas publicamente. Até o momento, tais requisitos adicionais não foram estabelecidos. Entretanto, a depender do que venha a observar em suas atividades de supervisão de mercado, a CVM pode vir a impor a contratação de agente fiduciário, com objetivo de propiciar maior proteção aos investidores e a prevenção de "arbitragens regulatórias" envolvendo outros instrumentos financeiros. Isso se aplica para quaisquer ofertas públicas de distribuição de notas comerciais, inclusive aquelas que atualmente envolvem esforços restritos. Adicionalmente, a Lei 6.385/76, nos termos do seu art. 2º § 3º IV, traz fundamento para que a CVM venha a exigir a participação do Agente Fiduciário em colocações públicas de Notas Comerciais.[122]

Sendo assim, pode-se dizer que se em algum momento a CVM passar a entender que há a necessidade de instituir a figura do agente fiduciário na emissão públicas, a autarquia o fará, com base no art.50 da Lei 14.195/21, que institui que a CVM deve se manifestar e instituir outras regras para a emissão de tal instrumento.

Além de tudo, a CVM já esclareceu no referido Ofício[123], que as notas comerciais, são instrumentos mais simples que as debêntures, e que se deve manter a simplicidade do título na forma que o legislador instituiu.

Portanto, conclui-se que as debêntures oferecidas à mercado possuem a necessidade de instituir um agente fiduciário, enquanto, as notas comerciais, não tem tal necessidade por serem um instrumento mais simples.

---

[121] EIZIRIK, ob.cit., p.406.

[122] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.Grifo nosso.

[123] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofício nº 6/2022/CVM/SRE, de 22 de junho de 2022**. Entendimentos referentes às ofertas públicas de Notas Comerciais. 22 jun. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/89/64/AA/50/AA4B181029553718882BA2A8/SEI_CVM%20-%201535858%20-%20Oficio%20_Resposta%20CVM_.pdf. Acesso em: 20 set. 2022.Grifo nosso.

4.5. Formas de alteração

No tocante as debêntures, a forma de alteração da escritura de emissão deve se dar através dos tramites previstos no art. 71 da Lei das S.A., que estatui:

> 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.
>
> § 1º A assembleia de debenturistas pode ser convocada pelo agente fiduciário, pela companhia emissora, por debenturistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, dos títulos em circulação, e pela Comissão de Valores Mobiliários.
>
> § 2º Aplica-se à assembleia de debenturistas, no que couber, o disposto nesta Lei sobre a assembleia-geral de acionistas.
>
> § 3º A assembleia se instalará, em primeira convocação, com a presença de debenturistas que representem metade, no mínimo, das debêntures em circulação, e, em segunda convocação, com qualquer número.
>
> § 4º O agente fiduciário deverá comparecer à assembléia e prestar aos debenturistas as informações que lhe forem solicitadas.
>
> § 5º A escritura de emissão estabelecerá a maioria necessária, que não será inferior à metade das debêntures em circulação, para aprovar modificação nas condições das debêntures.
>
> § 6º Nas deliberações da assembléia, a cada debênture caberá um voto.

A assembleia de debenturistas, é a forma dos debenturistas deliberarem sobre matérias de interesse comum. Sendo assim, constitui "órgão indispensável para a comunhão de debenturistas, possibilitando a formação de uma vontade conjunta e autônoma em relação às diversas vontades individuais."[124]

A respeito da assembleia geral de debenturistas, Tavares Borba esclarece:

> A assembleia, quando se reúne, delibera a respeito dos interesses dos debenturistas, podendo até mesmo alterar as condições da emissão. Se todos os títulos conferem iguais direitos, os interesses são comuns, afigurando-se razoável que a decisão da maioria obrigue a minoria. [125]

Sendo assim, a assembleia geral de debenturistas é quem deve deliberar sobre as alterações na escritura de emissão, quando se fizer necessário. Aliás, os aditamentos feitos na escritura devem ser levados a registro perante a Junta Comercial.

---

[124] EIZIRIK, ob.cit., p.434.
[125] BORBA, ob.cit., p.314.

Em contrapartida, a Lei 14.195/21 institui, nos parágrafos § 2º e § 3º do art.47, que as características das Notas Comerciais podem ser alteradas, através da maioria simples dos titulares do instrumento, e o seu funcionamento e convocação devem seguir o que está disposto na Lei das S.A. sobre assembleia geral de debenturistas:

> § 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 nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sobre assembleia geral de debenturistas.

Conclui-se então, que neste ponto ambos os instrumentos convergem, e possuem grande semelhança na forma de deliberação de alterações.

4.6. Emissão de debêntures por Sociedade Limitada

Apesar das notas comerciais serem chamadas de "debêntures para sociedade limitada", existem alguns estudiosos do direito que entendem que a legislação brasileira deveria liberar a emissão de debêntures pelas sociedades limitadas.

Sobre o assunto, Uinie Caminha e Andressa Borges sustentam que:

> Nesse sentido, para a distribuição privada, como não há necessidade de registro na Comissão de Valores Mobiliários e a legislação privada não proíbe, impera o princípio da legalidade privada, em que tudo o que não for proibido deve ser permitido Ainda assim, como não há uma direta fiscalização da emissão desse valor mobiliário pela Comissão de Valores Mobiliários ou qualquer outra entidade, tem-se negado às sociedades limitadas a emissão de debêntures ainda que nessa modalidade. Para a distribuição pública, por outro lado, como se requer um registro na Comissão de Valores Mobiliários e apenas sociedades anônimas teriam essa prerrogativa, somente elas poderiam fazer esse tipo de distribuição. Há, por sua vez, a possibilidade de distribuição pública com esforços restritos de valores mobiliários, conforme instrução 476 da Comissão de Valores Mobiliários. A referida instrução inaugura a desnecessidade de se registrar na autarquia federal para distribuição de debêntures e impõe a transparência entre as mais diversas pessoas envolvidas no processo, sejam elas físicas ou jurídicas. Impõe-se uma série de restrições para esse procedimento, como a busca e a subscrição por um número limitado e específico de investidores, os profissionais, que detêm maior experiência em relação a transações no mercado. [126]

[126] CAMINHA, Unie; PIRES, Andressa Borges Monteiro. **A SOCIEDADE LIMITADA E A EMISSÃO DE DEBÊNTURES COM FUNDAMENTO NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**.

No mesmo sentido, José Romeu Garcia do Amaral, defende:

> "A simples negativa à resposta sobre a possibilidade ou não de emissão de debêntures pelas sociedades empresárias limitadas, sem uma justificativa plausível ou fundada, é que nos levou ao aprofundamento do tema. [...]Temos que avançar e centrar esforços sobre questões que favorecem a emissão de debêntures, haja vista a importância desse título para o desenvolvimento da empresa, em especial daquelas que necessitam de grandes somas de recursos para crescimento, expansão e inovação."[127]

Um dos principais argumentos para a liberação da emissão de debêntures por sociedades limitadas, é que a autonomia da vontade privada deve sobrepujar a falta de previsão legal. Nesta mesma toada, entendem que como a legislação vigente não veda a emissão de debêntures por sociedade limitada, concluem então que se pode fazer aquilo que a lei não veda.

Neste sentido Thales Janguiê, argumenta:

> Também diretamente conectada à ideia de autonomia da vontade como poder jurídico, encontramos a teoria do negócio jurídico do qual se concretiza a realização da autonomia privada como vontade criadora de normas jurídicas. 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 expresso, não está presente em nenhuma regra positiva.[128]

Neste mesmo sentido, José Romeu Garcia do Amaral, esclarece:

> Parece-nos, mais razoável, considerando a autonomia privada e a livre iniciativa, que a ausência de vedação legal seria o suficiente para se admitir a criação de debêntures por sociedades limitadas, ainda mais se os seus contratos sociais forem regidos supletivamente pelas normas das sociedades anônimas. A permissão seria a regra, cuja limitação somente poderia ser

---

2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito, [*S. l.*], 2018. Disponível em: https://www.unifor.br/documents/392178/3101527/Andressa+Borges+Monteiro+Pires+e+Uinie+Caminha.pdf/5156d020-ca81-f90a-0f39-2b9aa7a024f8. Acesso em: 25 set. 2022.

[127] AMARAL, ob.cit., p. 155.

[128] DINIZ, Thales Janguiê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**. Dissertação de Mestrado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2022.

> imposta pela CVM, como vimos anteriormente. [...]A falta de legitimidade ou de legitimação, por si só, já revela a impropriedade da argumentação utilizada contrariamente à emissão de debêntures pelas limitadas.[129]

Outro argumento plausível levantado pelos juristas que defendem a emissão de debêntures por sociedade limitada, é que com a sofisticação da governança corporativa das sociedades limitadas, em razão de que passaram a aplicar de forma subsidiária a Lei das S.A., desta forma, podendo possuir conselho de administração e diretoria, e não apenas administrador. A governança corporativa das sociedades limitadas traria mais transparência e confiança aos investidores, é o que defende Uinie Caminha em conjunto com Andressa Borges:

> É nesse sentido, portanto, que se ampara da governança corporativa como um meio a sustentar a confiabilidade nesse tipo societário para que seja possibilitada a distribuição privada de debêntures e viabilizada a distribuição pública de debêntures emitidas com esforços restritos. A transparência nas informações sociais, a prestação de contas utilizando mecanismos internacionalmente aceitos, a equidade e a responsabilidade corporativa são meios de fomentar a emissão de debêntures por sociedades limitadas.[130]

O presente trabalho não irá adentrar nos pormenores da questão da emissão de debêntures por sociedades limitadas. Contudo, conforme foi destacado ao longo deste estudo, as debêntures são instrumentos que se valem de médio a longo prazo, e possuem uma série de condições a serem cumpridas para a sua emissão, além de, possuírem uma grande carga de despesas para a sua emissão.

Em contrapartida, o legislador alterou o regime jurídico das notas comerciais, através da Lei 14.195/21, para que houvesse um instrumento de endividamento com prazo menor, e com menos complexidade para a sua emissão.

Desta forma, a emissão de debêntures por sociedades limitadas seria producente apenas caso a sociedade precisasse de um instrumento com um prazo de duração mais entendido e com parcelas maiores.

---

[129] AMARAL, ob.cit., p. 156.

[130] CAMINHA, Unie; PIRES, Andressa Borges Monteiro. **A SOCIEDADE LIMITADA E A EMISSÃO DE DEBÊNTURES COM FUNDAMENTO NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito, [*S. l.*], 2018. Disponível em: https://www.unifor.br/documents/392178/3101527/Andressa+Borges+Monteiro+Pires+e+Uinie+Caminha.pdf/5156d020-ca81-f90a-0f39-2b9aa7a024f8. Acesso em: 25 set. 2022.

5.CONCLUSÃO

Esse trabalho, foi desenvolvido mediante ampla pesquisa doutrinária, teve como objetivo comparar o regime jurídico das debêntures, e o regime jurídico das notas comerciais, que tiveram seu regime alterado, através da Lei 14.195/21.

O segundo capítulo, teve como objetivo esmiuçar as debêntures, iniciando com o cenário de criação no mundo e no Brasil, passando por suas características principais para a sua emissão, e por fim, comparando-a com outros valores mobiliários no direito brasileiro e no direito estrangeiro.

Com relação a sua criação no direito alienígena, pode-se dizer que as debêntures estão presentes desde os primórdios da Idade Média, quando se iniciou a atividade mercantil, contudo, passou a ter mais força, a partir da globalização, e do encurtamento das distâncias com a evolução dos meios de comunicação, além da globalização do sistema financeiro e de suas transações, em decorrência de um grande aumento das trocas comerciais.

O presente trabalho trouxe todo o panorama de criação das debêntures dentro do direito brasileiro, desde a sua proibição durante o período imperial, passando por suas alterações de regime, impactos em razão da crise do encilhamento, até a promulgação da Lei das S.A., que reformulou as debêntures, e o título passou a ter as características atuais.

Outra importante legislação que foi discutida, foi a Lei nº 4.728/1965. Esta lei criou as debêntures conversíveis em ações, instituiu a obrigatoriedade de uma ata de assembleia geral, deliberando a respeito da emissão de debêntures, devendo constar os termos e condições da conversão. Ademais, outra inovação foi a criação da possibilidade de emissão das debêntures sob a forma endossável, tirando a obrigatoriedade de serem emitidas ao portador.

Conforme citado, a Lei das S.A. (Lei nº 6.404/76), reformulou o regime jurídico das debêntures, trazendo de volta a popularidade do instrumento, e aumentou as alternativas, à disposição do empresário para organizar a estrutura de capitalização da companhia.

Outra legislação de grande importância, foi a Lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, instituto de extrema importância para os valores mobiliários. Devido que, tal instituto, baliza a emissão de debêntures oferecidas a mercado.

Além do mais, o presente trabalho, ao conceituar as debêntures, se utilizou das lições de Modesto Carvalhosa e de Mattos Filho, ao estabelecer que, as debêntures quando

objeto de oferta pública são valores mobiliários, e quando emitidas de forma privada, são títulos de crédito.

Outrossim, analisamos a teoria do mútuo, que já foi muito utilizada entre os doutrinadores brasileiros, que entediam que as debêntures são caracterizadas como uma forma especial de contrato de mútuo, no qual cada um dos debenturistas possui uma fração de tal contrato. Além de que, tal contrato de mútuo tem como objetivo capitalizar a companhia através de um empréstimo.

Todavia, ao analisar a teoria do mútuo, conclui-se que o mútuo não é a única causa da emissão de debêntures. Considerando que, a emissão de debêntures pode se originar de uma novação, ou uma 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 esta finalidade.

Após as considerações feitas sobre a conceituação das debêntures, as classificamos. Ou seja, as debêntures, podem ser: nominativas ou escriturais; conversíveis ou não conversíveis; quanto às garantias, podem ser (i) garantia real, (ii) garantia flutuante, (iii) sem preferência ou quirografária e (iv) subordinada; com juros.

Discorreu-se também, sobre a forma de deliberação das debêntures, e conforme explica Fábio Ulhoa, a Assembleia Geral delibera sobre todos os elementos exigidos por lei para a validade da emissão (incisos I a VIII), ou a AGE delibera sobre parte desses elementos obrigatórios (I a V) e delega ao Conselho de Administração a definição quanto aos demais (VI a VIII) e sobre a oportunidade em que se mostra mais conveniente a emissão do valor mobiliário.

Para finalizar, as características das debêntures, foi trazido à baila a figura do agente fiduciário, que não é debenturista e, em princípio, não participa de assembleia e nem tampouco acessa o sistema de gestão da companhia, mas tem como papel cuidar da comunhão de interesses dos debenturistas, nas emissões de debêntures públicas.

Na sequência, o presente trabalho trouxe para a discussão, outros valores mobiliários semelhantes as debêntures, como por exemplo as partes beneficiárias e as notas comerciais.

Ao final do segundo capítulo, foram analisados, os três principais de instrumento de dívida dentro do direito norte-americano, sendo eles: bonds, debentures e notes.

Para iniciar o capítulo três do presente trabalho, foi necessário analisar o regime jurídico das notas comerciais, antes da promulgação da Lei 14.195/21, que era equiparado as notas promissórias, desde que foram instituídas no país, através da LUG.

Na sequência, foi preciso entender a conceituação das notas comerciais, e foi concluído que, são instrumentos mais simples e menos complexos do que as debêntures, apresentadas Capítulo 2 do presente trabalho.

Após a conceituação das notas comerciais, foi necessário entender seu regime jurídico e suas características.

Primeiro, as notas comerciais podem ser emitidas pelas sociedades anônimas, sociedades limitadas e sociedades cooperativas, o que está devidamente regulamentado pelo *caput* do artigo 46 da Lei 14.195/21.

Ademais, foram explicitadas as características de emissão das notas comerciais que devem ser seguidas de forma correta pelo emissor, de tal forma que os termos constitutivos deste instrumento são padronizados, pormenorizadas no art. 47 da Lei 14.195/21

Outra importante característica das notas comerciais, é que são título executivos extrajudiciais, podendo ser executado independentemente de protesto.

Conforme foi explicado que através do Ofício nº6/2022, a CVM se manifestou sobre a Instrução que deve as Notas Comerciais seguir, que são as regras contidas, nas Instruções CVM 400 e 476.

No entanto, a maior novidade do novo regime jurídico das debêntures, é a possibilidade de conversibilidade em participação societária, nas sociedades limitadas e sociedades cooperativas, com exceção das sociedades anônimas, abertas ou fechadas, estabelecido no § 2º do art.51.

Uma grande alteração, foi a perda da cartularidade das Notas Comerciais, que passaram a poder ser emitidas de forma eletrônica.

Por fim, foi feita uma breve comparação entre as notas comerciais e os *comercial papers* norte-americanos, e conclui-se que, ambos os instrumentos são muito parecidos, uma vez que as notas comerciais possuem um prazo de resgate menor do que as debêntures, da mesma forma que os *commercial papers* possuem um prazo menor do que os *bonds*.

O quarto e último capítulo tem como objetivo, comparar os regimes jurídicos das debêntures e das notas comerciais, ao colocar uma lente de aumento, sob algumas características principais de ambos os instrumentos.

Em um primeiro momento, foram analisadas as formas de emissão das debêntures e das notas comerciais, e suas despesas. Neste passo, foi concluído que para uma emissão de debêntures despende-se uma grande quantia de dinheiro, ao ser necessário, o registro

perante a Junta Comercial, o registro das garantias, a assessoria jurídica para a elaboração dos documentos. Tais gastos são arcados pela parte emissora, posto que, é quem tem a obrigação de cumprir tais obrigações para que a emissão seja válida.

Em contrapartida, as despesas para a emissão de notas comerciais, são menores, pois, não há necessidade de registro perante a Junta Comercial, mas ainda há que se contabilizar as despesas com advogados para a elaboração dos documentos e assessorar a emissão.

Em relação, a forma de deliberação para a emissão de debêntures e das notas comerciais, foi possível concluir que se assemelham. Visto que, as legislações que as regem preveem formas parecidas de deliberação. A deliberação para emissão de debêntures, é de competência da assembleia geral, conforme estabelece o caput do art. 59 da Lei das S.A.

No tocante à figura do agente fiduciário, foi possível concluir, que tal figural é de extrema importância na emissão de debêntures oferecidas à mercado, porém, no caso das notas comerciais, apesar de haver a possibilidade de serem públicas, não houve a instituição da figura do agente fiduciário, e a CVM no momento, entende que não há necessidade de instituir agente fiduciário para as emissões oferecidas a mercado de notas comerciais.

Com relação a forma de alteração da escritura de emissão, o presente trabalho analisou e concluiu que os instrumentos convergem, e possuem grande semelhança na forma de deliberação de alterações, em virtude de que, as notas comerciais, se utilizam dos recursos da assembleia geral de debenturistas.

Finalmente, é feita uma reflexão sobre a questão da emissão de debêntures por sociedades limitadas. E foi concluído, que as debêntures são instrumentos que se valem de médio a longo prazo, e possuem uma série de condições a serem cumpridas para a sua emissão, além de possuírem uma grande carga de despesas para a sua emissão.

De forma contrária, as notas comerciais, através da Lei 14.195/21, são instrumentos de endividamento com prazo menor, e com menos complexidade para a sua emissão.

Sendo assim, ficou entendido que a emissão de debêntures por sociedades limitadas seria producente apenas caso a sociedade limitada precisasse de um instrumento com um prazo de duração mais estendido, e não com prazo menor, como é a nota comercial.

BIBLIOGRAFIA

CARVALHO, Eduardo de. **Teoria e prática das sociedades anônimas**. São Paulo: José Bushatsky, 1960.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedade por ações**. São Paulo: Saraiva, 1972-1973, v.3.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Regime Jurídico das Debêntures**. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

MOLINA, Fabiana Ricardo. **DO REGIME JURÍDICO DAS DEBÊNTURES**. 2019. Dissertação de Mestrado (Direito) - Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP), [*S. l.*], 2019. Disponível em: https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdfhttps://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdf. Acesso em: 1 set. 2022.

RICH, Enernest Edwin. **Minutes of Hudson Bay Company**. Vol. V. Londres: Hudson´s Bay Record Society, 1942.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 1. São Paulo: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Volume 1: Tomo 2. São Paulo: FGV, 2015.

CALDEIRA, Jorge. **A Nação Mercantilista**. São Paulo: Ed. 34, 1999.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei nª6.404, de 15 de novembro de 1976**. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1997.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. **Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882**. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anonymas. [*S. l.*], 4 nov. 1882. Disponível em:http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/LIM3150.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%203.150%2C%20DE%204%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201882.&text=Regula%20o%20estabelecimento%20de%20companhias%20e%20sociedades%20anonymas. Acesso em: 1 set. 2022.

BRASIL. **Decreto nº 434, de 4 de julho de 1891**. Consolida as disposições legislativas e regulamentares sobre as sociedades anonymas. Publicado na CLBR de 1891. Disponível em https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-434-4-julho-1891-504758-publicacaooriginal-1- pe.html. Acesso em 01 de setembro de 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa, Ana Frazão, Mauricio Moreira Menezes, Rodrigo R. Monteiro de Castro e Sérgio Campinho. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2022.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 18ª Ed. São Paulo: Atlas, 2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial. Volume 2: Direito de Empresa**. 21ªEd. São Paulo: Revista dos Tribunais,2017.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 18ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2022. p.80.

WILSON, Richard S., e Frank J. Fabozzi. **Corporate Bonds: Structures & Analysis**. 1ª Ed. New Hope, Pennsylvania: Wiley, 1996. p. 5.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 33ª Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da Rosa, Colaboração: Vivien Cabral Sarmento Leite. **Títulos de Crédito**. 9ªEd. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial de Empresa: Teoria Geral da Empresa e Direito Societário**. Vol.1. 16ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2020.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 2º Vol. 31ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial, vol. 2: Títulos de crédito**.13ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

CAMINHA, Unie; PIRES, Andressa Borges Monteiro. **A SOCIEDADE LIMITADA E A EMISSÃO DE DEBÊNTURES COM FUNDAMENTO NA GOVERNANÇA CORPORATIVA**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito, [*S. l.*], 2018. Disponível em: https://www.unifor.br/documents/392178/3101527/Andressa+Borges+Monteiro+Pires+e+Uinie+Caminha.pdf/5156d020-ca81-f90a-0f39-2b9aa7a024f8. Acesso em: 25 set. 2022.

CENTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE TÍTULOS E DOCUMENTOS (São Paulo). **Tabela Para o Registro de Títulos e Documentos com Valor Declarado**. 7 jan. 2022. Disponível em: https://cdtsp.rtdbrasil.org.br/assets/files/tabelas/Tabela_2022.pdf. Acesso em: 25 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Infográfico.p.12. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Infográfico.p.07. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **COLETIVA DE MERCADO DE CAPITAIS**: 1º semestre de 2022. 7 jul. 2022. Tabela.p.16. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9A/D5/17/1C/24AD181066356D18882BA2A8/Resultados%20Mercado%20de%20Capitais_1S22.pdf. Acesso em: 19 set. 2022.

DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial**. 2ª Ed. São Paulo: Grupo GEN, 2022.p234.

REIS, Marcelo Queiroga; BENDER FILHO, Reisoli, VIEIRA, Kelmara Mendes. **Princípios para infraestruturas do mercado financeiro: análise de sua implementação mundial. RACEF – Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace**. v. 10, n. 3, p. 39-58, 2019.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION. **What Are Corporate Bonds?**. [*S. l.*], 4 jun. 2013. Disponível em: https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/what-are. Acesso em: 16 set. 2022.

DINIZ, Gustavo Saad. **Curso de Direito Comercial**. 2ª Ed. São Paulo: Grupo GEN, 2022.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial.**1ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2010.

BARRETTO, Amanda Gouvêa Toledo. **Financiamento de Micro e Pequenas Empresas Brasileiras Através de Ofertas Públicas de Notas Promissórias. Revista De Direito Mercantil 168/169**, p. 141-167, 1 jul. 2015. Disponível em: https://rdm.org.br/wp-content/uploads/2019/11/RDM_168-169-vers%C3%A3o-final-141-167.pdf. Acesso em: 24 set. 2022.

KAHL, Matthias; SHIVDASANI, Anil; WANG, Yihui. **Short-Term Debt as Bridge Financing: Evidence from the Commercial Paper Market. Journal of Finance**, p. 1-68, 11 nov. 2013. Disponível em: https://ssrn.com/abstract=1120068. Acesso em: 25 set. 2022.

JUNTA COMERCIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Portaria Jucesp nº 105, de 22 de dezembro de 2021**. Tabela de Preços. [*S. l.*], 22 dez. 2021. Disponível em: http://www.institucional.jucesp.sp.gov.br/downloads/Anexo%20I_Tabela%20de%20Precos_Portaria_105.pdf. Acesso em: 2 out. 2022.

MARTINS, Beatriz; RABELLO , Gustavo; FONSECA, Victor. **Venture Debt cresce no Brasil com uso de Notas Comerciais e outros ativos**. **Startups**, [*S. l.*], 20 set. 2022. Disponível em: https://startups.com.br/artigo/artigo-venture-debt-cresce-no-brasil-com-

uso-de-notas-comerciais-e-outros-ativos/?utm_source=Startups.com.br&utm_campaign=0532ef7e65NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01&utm_medium=email&utm_term=0_ab8b69d017-0532ef7e65-493814225&ct=t(NEWSLETTER_2022_09_19_COPY_01)&mc_cid=0532ef7e65&mc_eid=6f9845af88. Acesso em: 22 set. 2022.

MOREIRA, Beth. Petrobras fará emissão de notas comerciais escriturais de até R$ 3 bilhões. **CNN Brasil**, [*S. l.*], 19 ago. 2022. Disponível em: https://www.cnnbrasil.com.br/business/petrobras-fara-emissao-de-notas-comerciais-escriturais-de-ate-r-3-bilhoes/. Acesso em: 18 set. 2022.