

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE DIREITO**  
**CURSO DE DIREITO**

**CAIO COLOGNESI**

**O REGIME JURÍDICO DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES EMITIDAS PARA  
CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA PROJETOS DE INFRAESTRUTURA NO  
BRASIL**

**SÃO PAULO**  
**2022**

**CAIO COLOGNESI**

**O REGIME JURÍDICO DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES EMITIDAS PARA  
CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA PROJETOS DE INFRAESTRUTURA NO  
BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso realizado para  
graduação no Curso de Direito, sob a orientação  
da Prof.<sup>a</sup> Dra. Maria Eugênia Finkelstein.

**SÃO PAULO**

**2022**

Dedico às almas que, passageiras ou permanentes na minha vida, me ajudaram a chegar até o presente momento, com a força e sabedoria necessárias para desbravar o futuro. Contudo, especialmente à Sofia Sadeck.

## RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar as características das emissões de debêntures no mercado brasileiro e seus impactos como instrumento de captação de recursos para financiamento de projetos nacionais de infraestrutura. Busca-se estudar as principais normas jurídicas, legais e infralegais, que regulam a emissão de debêntures, bem como seus instrumentos acessórios, tais como a concessão de garantias, em especial as instruções e resoluções instituídas pela CVM e a Lei n.º 12.431, de 14 de junho de 2011, que trata da concessão de benefício fiscal voltado especificamente para as emissões de debêntures classificadas como prioritárias pelo respectivo ministério regulador das atividades da emissora.

**Palavras-chave:** Investimentos; *Project Finance*; Projetos de Infraestrutura; Debêntures; Debêntures Incentivadas; Títulos de Dívida;

## **ABSTRACT**

The present work aims to analyze the characteristics of debenture issues in the Brazilian market and their impacts as a fundraising instrument to finance national infrastructure projects. It seeks to study the main legal, legal and non-statutory rules that regulate the issuance of debentures, as well as their ancillary instruments such as the granting of guarantees, in particular the instructions and resolutions instituted by the CVM and Law No. 12,431, of June 14, 2011, which deals with the granting of a tax benefit specifically aimed at the issuance of debentures classified as priority by the respective ministry that regulates the issuer's activities.

**Key-words:** Investments; Project Finance; Infrastructure projects; Debentures; Incentivized Debentures; Bonds;

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> - Emissões de Renda Fixa de janeiro a abril de 2022, conforme dados divulgados pela ANBIMA.....	12
<b>Gráfico 2</b> - Investimentos Públicos do Brasil nos setores de infraestrutura.....	13
<b>Gráfico 3</b> - Comparação da média do Brasil em investimentos em projetos de infraestrutura com os países da América do Sul.....	14
<b>Gráfico 4</b> - Investimento em Infraestrutura no Brasil.....	15
<b>Gráfico 5</b> - Comparação entre a emissão de debêntures incentivadas e corporativas com os desembolsos pelo BNDES.....	16

## **GLOSSÁRIO E SIGLAS**

**ANBIMA** - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

**BACEN** - Banco Central do Brasil

**BNDES** - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

**B3** - B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão

**CF/88** - Constituição Federal de 1998

**CMN** - Conselho Monetário Nacional

**CVM** - Comissão de Valores Mobiliários

**IRPF** - Imposto de Renda da Pessoa Física

**LSA** - Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76)

**PPP** - Parceria Público-Privada

**SPE** - Sociedade de Propósito Específico

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>9</b>
<b>2.</b>	<b>A CAPTAÇÃO DE RECURSOS PRIVADOS PARA INVESTIMENTO EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA</b>	<b>13</b>
<b>2.1.</b>	DEBÊNTURES INCENTIVADAS PARA PROJETOS DE INFRAESTRUTURA	<b>16</b>
<b>3.</b>	<b>EMISSÃO DE DEBÊNTURES</b>	<b>19</b>
<b>3.1.</b>	A REGULAMENTAÇÃO DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES NO BRASIL	<b>19</b>
<b>3.1.1.</b>	A Emissão de Debêntures pela Instrução da CVM n.º 400	<b>20</b>
<b>3.1.2.</b>	A Emissão de Debêntures pela Instrução da CVM n.º 476	<b>22</b>
<b>3.1.3.</b>	A Emissão Privada de Debêntures	<b>24</b>
<b>3.2.</b>	A EMISSÃO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS	<b>25</b>
<b>3.3.</b>	NOVA REGULAMENTAÇÃO DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES PELA CVM	<b>27</b>
<b>4.</b>	<b>CONCESSÃO DE GARANTIAS NAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES</b>	<b>29</b>
<b>4.1.</b>	GARANTIA REAL	<b>29</b>
<b>4.1.1.</b>	Penhor	<b>30</b>
<b>4.1.2.</b>	Hipoteca	<b>31</b>
<b>4.1.3.</b>	Anticrese	<b>32</b>
<b>4.1.4.</b>	Propriedade Fiduciária	<b>33</b>
<b>4.1.4.1.</b>	A Alienação Fiduciária	<b>33</b>
<b>4.2.</b>	GARANTIA FLUTUANTE	<b>34</b>
<b>4.3.</b>	GARANTIA QUIROGRAFÁRIA	<b>35</b>
<b>4.4.</b>	GARANTIA SUBORDINADA	<b>35</b>
<b>4.5.</b>	GARANTIA FIDEJUSSÓRIA	<b>35</b>
<b>4.6.</b>	GARANTIAS EM EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA	<b>37</b>
<b>5.</b>	<b>CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DE DEBÊNTURES</b>	<b>39</b>

**EMITIDAS SOB A ÉGIDE DA LEI N.º 12.431/2011**

<b>6.</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>41</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>42</b>

## 1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da infraestrutura de qualquer país requer a realização de projetos de grande porte, com duração de diversos anos e que não gera um retorno financeiro enquanto não estiver concluído (ou, caso seja possível a parcial operacionalização do objeto antes de sua conclusão, o retorno financeiro ainda não consegue suprir os custos de seu desenvolvimento por completo). Sendo assim, desde a Idade Média até o início do século XX, o planejamento, execução e entrega das obras de infraestrutura recaiam nas mãos do Estado.

O Poder Público outrora era o encarregado de elaborar e executar projetos de infraestrutura, tendo em vista ser este o único capaz de captar os recursos para viabilizar o início destes projetos. Contudo, tal captação de recursos não se dava por meio do aumento de impostos ou alienação de ativos do Estado, e sim por empréstimos contratados com parceiros privados, cujas características de tais instrumentos se assemelham grandemente com a forma de emissão de debêntures dos tempos atuais. Decerto, José Romeu Garcia do Amaral (2014, p. 6) nos aponta que:<sup>1</sup>

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.

Assim, podemos conceber as primeiras formas das debêntures, surgidas séculos atrás, e a sua importância na captação de recursos para empreendimentos de grande porte que não poderiam ser concebidos com caixa próprio.

Entretanto, sendo o Estado o único tomador desses empréstimos semelhantes às debêntures atuais e assumindo ele a posição de único obrigado para a execução dos empreendimentos de infraestrutura gerou uma dívida permanente, como explica Amaral (2014, p. 7) que o “endividamento acentuado do Estado, e a dificuldade de instituição de novos impostos para venda do direito de cobrança aos particulares, resultou na formação de um débito consolidado e permanente”.

Dessa forma, o Estado passou por uma transição e foi, com o decorrer do tempo, abandonando a posição de único obrigado para a realização dos projetos de infraestrutura e

---

<sup>1</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio sobre o Regime Jurídico das Debêntures**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. DOI: 10.11606/D.2.2014.de-21012015-093339. Acesso em: 2022-05-14. p. 6.

permitiu que o setor privado tivesse cada vez mais participação em sua execução e operacionalização, e não somente como credores. No Brasil, após a ditadura militar e com a promulgação da Constituição Federal de 1988, o setor de infraestrutura, que antes era em quase sua totalidade controlado e operado pelo Poder Público, passou a sofrer os impactos da democracia recém-restituída e os princípios da livre iniciativa e da liberdade de concorrência e começou a ser delegado cada vez mais para os parceiros privados.

De fato, o parceiro privado tomou grandes proporções no setor de infraestrutura desde a CF/88 até os tempos atuais. Como aponta o *Private Participation in Infrastructure Data base* (PPI) do Banco Mundial, no Brasil, desde 1990 a 2021, a captação de recursos privados no setor de infraestrutura chega à soma de aproximadamente 2 trilhões de reais, principalmente no setor de energia elétrica<sup>2</sup>.

Além da participação em recursos, o setor privado cada vez mais assumiu a responsabilidade pela execução de projetos de infraestrutura até sua conclusão, mediante Concessões e PPPs, onde o Poder Concedente delega a execução de obras e melhorias de serviços que eram prestados originalmente pelo Poder Público ao setor privado, mediante compensação financeira pela cobrança dos serviços públicos (tarifas a serem cobradas dos usuários) e, em determinados casos, com auxílio financeiro do Poder Público mediante aportes de recursos.

Entretanto, é importante ressaltar que, ainda o setor privado venha cada vez mais assumindo um papel cada vez mais necessário no desenvolvimento de projetos de infraestrutura, a forma de captação de recursos para a realização de tais projetos permanece o mesmo em diversos aspectos, onde o parceiro privado a quem fora delegada a função de realização das obras públicas e da operacionalização do respectivo serviço público ainda se vê necessitado da captação de recursos no mercado privado para a execução dos empreendimentos de infraestrutura. E dessa necessidade de captação de recursos do mercado brasileiro é que se fundamenta a importância da emissão de debêntures.

Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho (2011, p. 222-223)<sup>3</sup>:

As debêntures são definidas, pela doutrina, como títulos representativos de um contrato de mútuo, em que a companhia é a mutuária e o debenturista o mutuante. Os titulares de debêntures têm direito de crédito, perante a companhia, nas condições fixadas por um instrumento elaborado por esta, que se chama “escritura de emissão”. Tal instrumento estabelece se o crédito é monetariamente corrigido ou não, as

---

<sup>2</sup> BANCO Mundial Private Participation in Infrastructure Data base (PPI): banco de dados. Disponível em: <<https://ppi.worldbank.org/en/snapshots/country/brazil>>. Acesso em: 14 mai. 2022.

<sup>3</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 23. ed. – São Paulo: Saraiva, 2011. p. 222-223.

garantias desfrutadas pelos debenturistas, as épocas de vencimento da obrigação e demais requisitos determinados por lei [...].

Do citado acima, podemos compreender que as debêntures são títulos de dívida emitidos por sociedades anônimas, por meio do qual é feita a captação de recursos do comprador do título, onde este paga o valor unitário do título no ato de integralização e receberá em troca o direito de crédito da sociedade emissora. O credor, em posse do título que lhe concede o direito de crédito, receberá de volta, por parcelas sucessivas (a depender das condições estabelecidas na escritura de emissão) tanto o valor nominal unitário pelo qual comprou o título, como também juros remuneratórios, podendo estes variar de emissão para emissão, sendo justamente essa remuneração a contraprestação por parte da emissora que torna as debêntures como um investimento atraente no mercado de capitais.

Este instrumento jurídico vem cada vez mais sendo utilizado pelas companhias para a obtenção de caixa suficiente para execução de projetos de grande porte em detrimento dos empréstimos bancários comuns, tendo em vista que a emissão de debêntures conta com uma série de vantagens tais como juros menores aos praticados pelo mercado bancário, mais opções de resgate e ainda acesso a um número muito maior de possíveis investidores ao invés de apenas bancos comerciais. Além disso, outro ponto de destaque vantajoso presente nas emissões de debêntures é que, diferentemente dos empréstimos comuns, nas emissões a companhia que busca recursos tem uma participação mais ativa na definição dos termos de como se dará a remuneração e os termos do título, dando oportunidade para a companhia de negociar mais a fundo as condições da emissão e obter benefícios que não seriam aceitos pelos bancos comerciais tradicionais do Brasil.

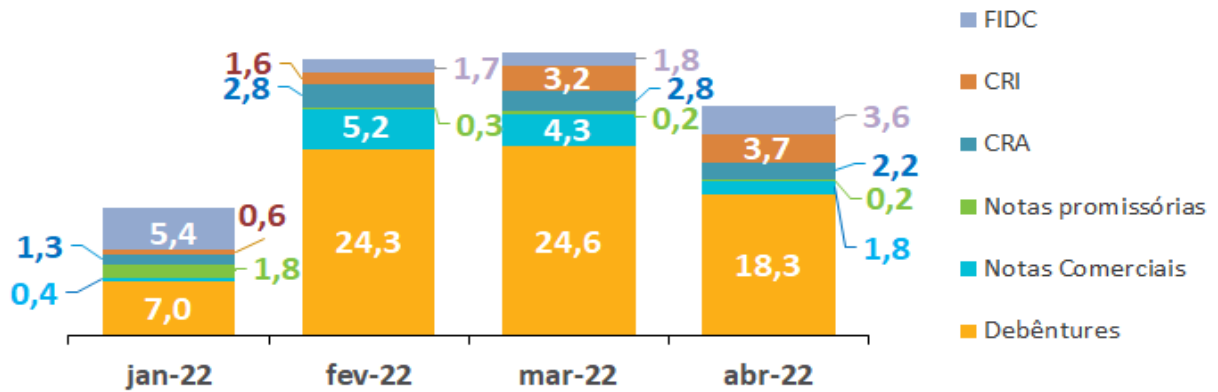
Essa preferência pela emissão de debêntures para captação de recursos de investidores privados pode ser verificada pelo exorbitante número de emissões realizadas nas últimas décadas pelas mais diversas companhias. Consoante o ANBIMA Data<sup>4</sup>, estão registradas na ANBIMA cerca de 2.267 emissões de debêntures, representando aproximadamente 1 trilhão de reais. De acordo com boletim emitido pela própria ANBIMA<sup>5</sup>, somente em 2022, de janeiro a abril, foram captados cerca de 119,2 bilhões de reais em emissões de renda fixa, sendo que a emissão de debêntures representa mais de 60% desses recursos captados, no valor de aproximadamente 74 bilhões de reais, como demonstra a tabela a seguir:

---

<sup>4</sup> ANBIMA Data: banco de dados. Disponível em: <<https://data.anbima.com.br>>. Acesso em: 15 mai. 2022.

<sup>5</sup> ANBIMA Boletim de Mercado de Capitais. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/pt-br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-mais-da-metade-das-emissoes-de-abril-8A2AB2888062929501809A4ADF6A0131-00.htm>>. Acesso em: 15 mai. 2022.

## Emissões de Renda Fixa Volume (em R\$ bi)



Fonte: ANBIMA.

Gráfico 1 - Emissões de Renda Fixa de janeiro a abril de 2022, conforme dados divulgados pela ANBIMA. Fonte: ANBIMA, 2022. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-mais-da-metade-das-emissoes-de-abril-8A2AB2888062929501809A4ADF6A0131-00.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-mais-da-metade-das-emissoes-de-abril-8A2AB2888062929501809A4ADF6A0131-00.htm).

Dado o exposto acima, é inerente notar como a emissão de debêntures e seu regime jurídico possuem um impacto relevante no setor de infraestrutura do país, tendo em vista que uma grande parcela dos projetos de infraestrutura possui custos iniciais onerosos e contam com um prazo muito longo de execução, fazendo-se essencial uma forma de captar os recursos necessários para a realização do projeto junto ao mercado de capitais. Logo, é de suma importância analisar o regime jurídico das debêntures no Brasil, bem como todas as características, desde os termos e condições previstos nas escrituras de emissões até o momento de emissão e registro nos órgãos competentes, além de suas peculiaridades ao tratarmos de emissão de debêntures voltadas para projetos prioritários de infraestrutura.

## 2. A CAPTAÇÃO DE RECURSOS PRIVADOS PARA INVESTIMENTO EM PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

O investimento de recursos públicos do Brasil em projetos de infraestrutura nas últimas décadas pode ser considerado como defasado e sem planejamento. Até hoje, o país enfrenta diversas dificuldades logísticas e de acesso aos serviços básicos devido ao baixo investimento por parte do Estado e uma infraestrutura nacional precária.

Consoante o InfraLatam<sup>6</sup>, uma iniciativa do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF) e Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), que monitora os investimentos públicos nos setores de infraestrutura (Água, Energia, Telecomunicações e Transporte) pelos países da América Latina, o Brasil teve em média 0,715% de investimento do seu PIB em projetos de infraestrutura entre os anos de 2008 a 2019, conforme ilustra a Figura 2 abaixo:

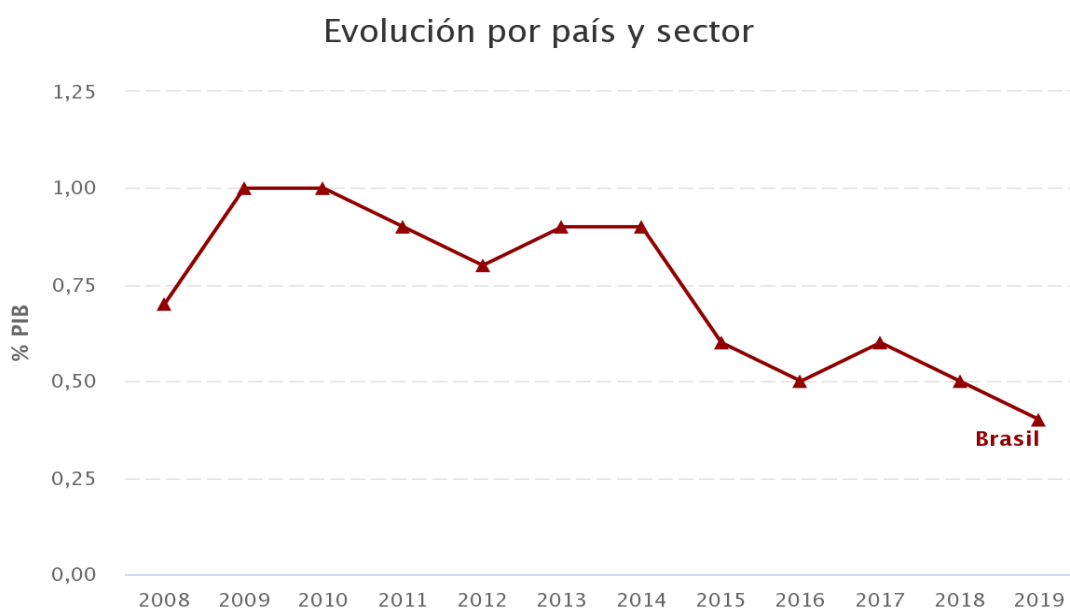


Gráfico 2 - Investimentos Públicos do Brasil nos setores de infraestrutura. Fonte: InfraLatam, 2022. Disponível em: <<http://home.infralatam.info/>>.

Ainda, segundo o InfraLatam, ao compararmos a média brasileira de porcentagem do PIB investido em projetos de infraestrutura com a média dos outros países da América do Sul, temos que a média do Brasil fica em último lugar em detrimento de diversos outros países

<sup>6</sup> InfraLatam: uma iniciativa do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Banco de Desenvolvimento da América Latina (CAF) e Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), 2022. Disponível em: <<http://home.infralatam.info/>>.

emergentes da América do Sul como Argentina, Peru, Chile, Bolívia, Colômbia, Equador, Guiana e Uruguai, como demonstra o Gráfico 3 abaixo:

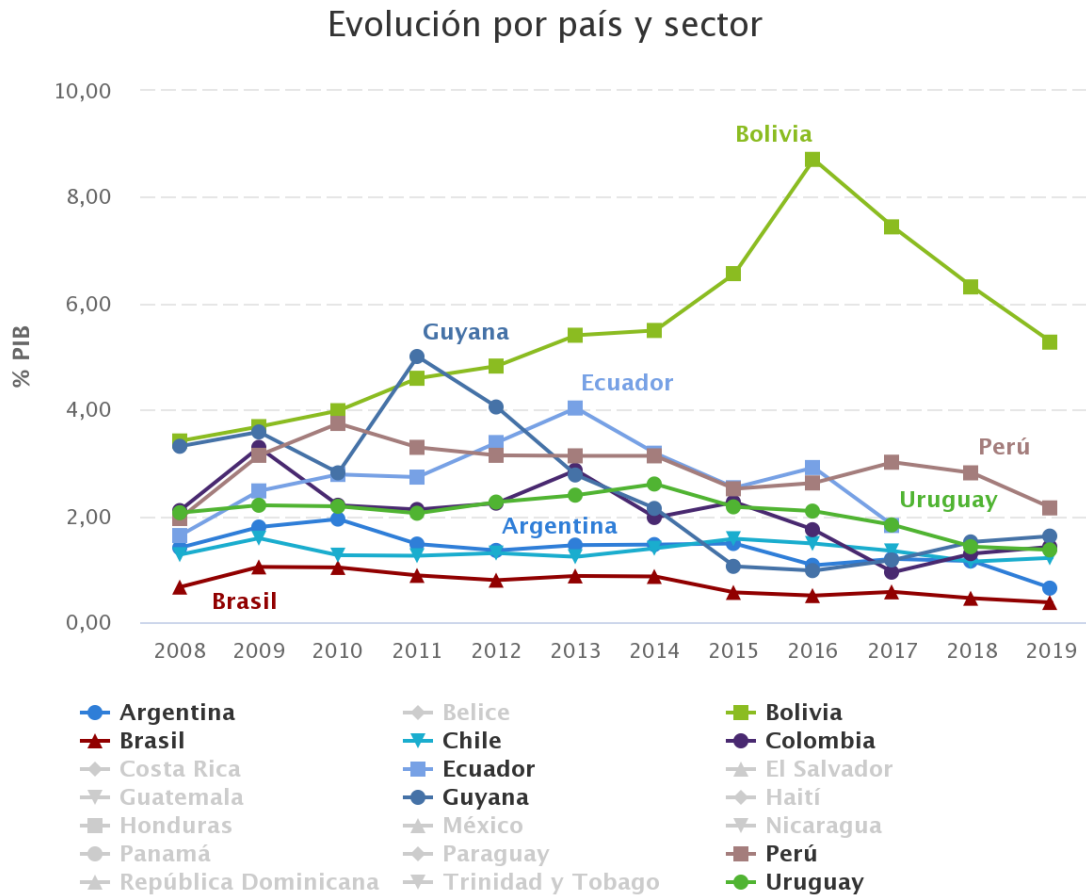


Gráfico 3 - Comparação da média do Brasil em investimentos em projetos de infraestrutura com os países da América do Sul. Fonte: InfraLatam, 2022. Disponível em: <<http://home.infralatom.info/>>.

Com base nas informações expostas acima, é de se notar a tendência de queda, a partir de 2014, da porcentagem do PIB destinada para projetos de infraestrutura em todos os setores. De fato, conforme consta um levantamento realizado pelo Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Industrial (IEDI)<sup>7</sup>, os valores de investimento público destinados para o desenvolvimento da infraestrutura do país sofreram uma forte queda após o ano de 2014, se mantendo em níveis estavelmente baixos desde então, conforme demonstra o Gráfico 4 abaixo:

<sup>7</sup> IEDI - Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Nacional. **O papel da infraestrutura na retomada da economia brasileira.** Disponível em: <[https://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_1089.html](https://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_1089.html)>. Acesso em: 31 mai. 2022.

### Investimentos em Infraestrutura no Brasil (R\$ bilhões)

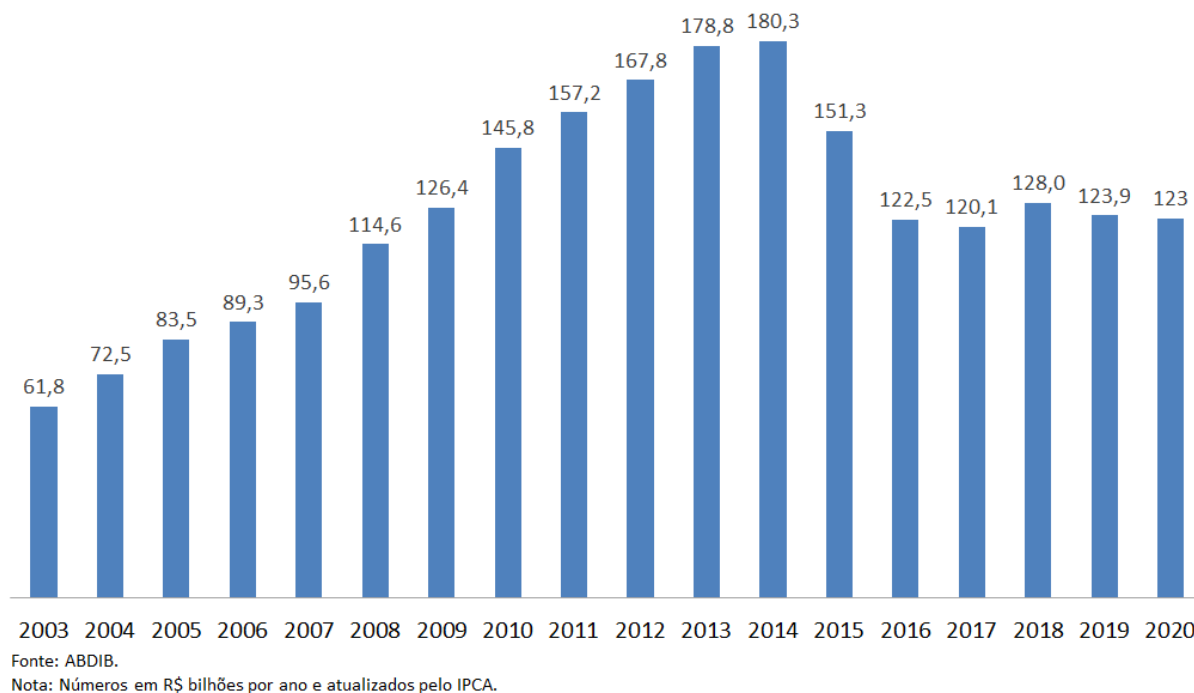


Gráfico 4 - Investimento em Infraestrutura no Brasil. Fonte: IEDI, 2021. Disponível em: <[https://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_1089.html](https://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_1089.html)>.

O principal banco público que desempenha a função de execução da política de investimentos do governo federal, e que tem por missão a promoção do desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, é o BNDES. Contudo, o cenário de desembolsos para financiamentos por parte do BNDES começou a mudar a partir de 2014, com a Operação Lava Jato descobrindo diversas irregularidades e suspeitas de corrupção em vários dos clientes do BNDES<sup>8</sup>. Com as mudanças na política de investimento do principal banco público, de modo a contornar a escassa fonte de recursos públicos para financiar esses projetos, as concessionárias e permissionárias prestadoras de serviços públicos tiveram que captar recursos em outro lugar: no mercado privado.

A emissão de debêntures, títulos de dívida de médio e longo prazo com numerosas vantagens tanto para a emissora quanto para os investidores, funciona como uma ótima ferramenta de captação de recursos, sendo utilizada em vários países desenvolvidos como os Estados Unidos e os países da União Europeia. Além disso, a emissão de debêntures pode funcionar como substituto ideal para a ausência de investimento por parte do poder público. De fato, o Gráfico 5 abaixo demonstra evidentemente o papel que as emissões de debêntures vêm

<sup>8</sup> Disponível em: <<https://aberto.bndes.gov.br/aberto/caso/lava-jato/>>. Acesso em: 22 jun. 2022.

desempenhando nos últimos anos em detrimento da queda dos desembolsos realizados pelo BNDES:

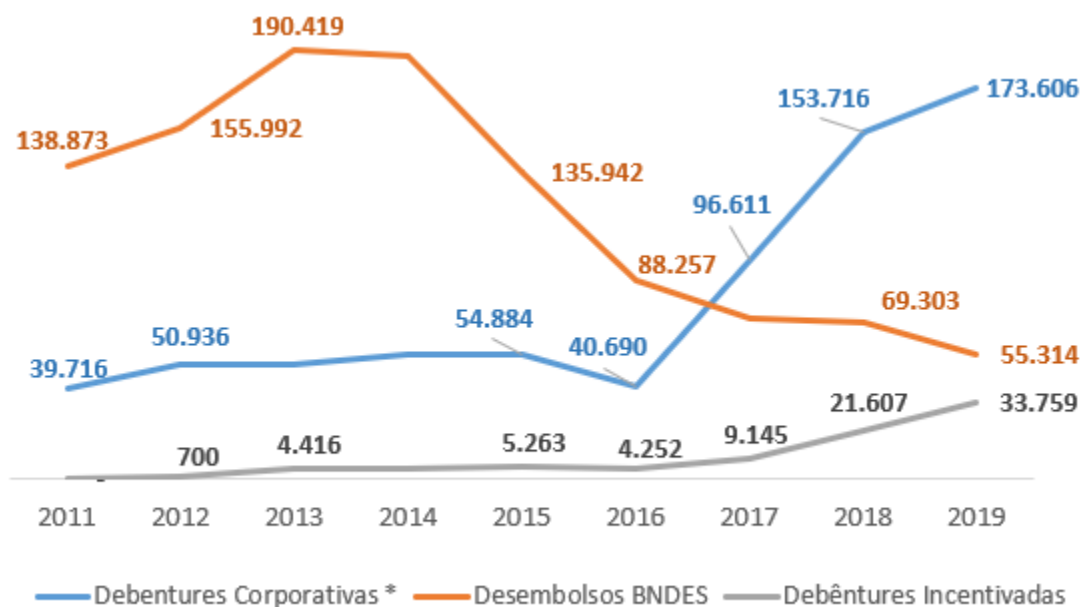


Gráfico 5 - Comparação entre a emissão de debêntures incentivadas e corporativas com os desembolsos pelo BNDES (Em R\$ milhões). Fonte: BNDES, ANBIMA e Ministério da Economia. Disponível em: <<https://diplomatie.org.br/bndes-as-debilidades-da-tp/>>.

\* Inclui debêntures incentivadas.

Outro destaque que o Gráfico 5 acima nos evidencia é o aumento significativo de emissões de debêntures incentivadas a partir dos anos de 2017 e 2018, que, com as debêntures corporativas, superam significativamente os desembolsos realizados pelo BNDES desde então.

As debêntures incentivadas são separadas das debêntures corporativas em virtude do regime especial regulatório a qual elas se inserem, e, conseqüentemente, suas características intrínsecas. Logo, cumpre-se analisar o que são as debêntures incentivadas e qual seu papel no investimento em projetos de infraestrutura no Brasil.

## 2.1. DEBÊNTURES INCENTIVADAS PARA PROJETOS DE INFRAESTRUTURA

As Debêntures Incentivadas, assim denominadas pelo mercado, foram criadas por meio da Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, onde se estabelece a isenção de incidência do IRPF e a incidência de 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime

Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (o Simples Nacional), nos casos de emissão de debêntures emitidos com finalidade de captar recursos para projetos específicos de infraestrutura e de interesse para o desenvolvimento do país.

Sendo assim, desde a criação de seu marco regulatório em 2011, o número de emissão de debêntures destinadas para captação de recursos de projetos de infraestrutura tem aumentado de forma exponencial. Segundo os dados da 102ª edição do Boletim de Debêntures Incentivadas<sup>9</sup>, divulgado pela Secretaria de Política Econômica (SPE) do Ministério da Economia, entre 2012 até maio de 2022, o volume total distribuído em debêntures incentivadas de infraestrutura e de investimento, com esforços amplos e restritos foi de R\$ 185,9 bilhões.

Para gozarem dos incentivos tributários, as emissões de debêntures incentivadas precisam ter seus projetos de infraestrutura aprovados como “prioritário” pelo Governo Federal, tendo este conceito sido regulamentado pelo Decreto n.º 8.874, de 11 de outubro de 2016. Consoante o referido Decreto, são considerados prioritários os projetos de infraestrutura:

- I - objeto de processo de concessão, permissão, arrendamento, autorização ou parceria público-privada, nos termos do disposto na Lei n.º 11.079, de 30 de dezembro de 2004, e que integrem o Programa de Parcerias de Investimentos da Presidência da República - PPI, de que trata a Lei n.º 13.334, de 13 de setembro de 2016, ou o programa que venha a sucedê-lo;
- II - que proporcionem benefícios ambientais ou sociais relevantes; ou
- III - não alcançados pelo disposto nos incisos I e II do caput, mas aprovados pelo Ministério setorial responsável e realizados por concessionária, permissionária, autorizatória, arrendatária ou Sociedade de Propósito Específico - SPE. (BRASIL, 2016. Art. 2º)

Portanto, podemos auferir que, por meio das debêntures incentivadas, os projetos de infraestrutura conseguiram um novo, e em certos pontos aprimorado, meio de captação de recurso diretamente no mercado privado, sem necessidade de envolvimento dos cofres públicos.

Contudo, como há de se destacar, o poder público ainda participa ativamente neste mercado de títulos de renda fixa, tanto no âmbito das debêntures comuns quanto nas incentivadas, por meio da regulamentação e da fiscalização no processo de emissão desses títulos. Logo, cumpre-se agora a tarefa de explorar o procedimento de emissão de debêntures e suas particularidades, tanto em relação às emissões de debêntures comuns quanto às emissões

---

<sup>9</sup> Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-de-debentures-incentivadas/2022/spe-me-boletim-debentures-lei-12-431-mai-2022-v2.pdf/view>>. Acesso em: 11 jul. 2022.

de debêntures incentivadas, que possuem procedimentos especiais estabelecidos pela regulamentação do Poder Público.

### 3. EMISSÃO DE DEBÊNTURES

As emissões de debêntures no mercado brasileiro podem ser diferenciadas, dentre outras numerosas características, pelo público-alvo investidor a ser atingido, podendo as emissões serem públicas ou restritas, com acesso amplo ou limitado aos investidores que desejam adquirir o título de dívida. Neste ponto, cumpre-se a tarefa de analisarmos o âmbito regulatório brasileiro em que as emissões de debêntures de companhias brasileiras se inserem e destacar suas principais características.

#### 3.1. A REGULAMENTAÇÃO DA EMISSÃO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

A emissão de debêntures por companhias brasileiras é regulamentada pela CVM, por meio, dentre outras, da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003<sup>10</sup>, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, no mercado primário ou secundário, e da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009<sup>11</sup>, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

As emissões de debêntures por meio da Instrução CVM n.º 400 são destinadas para ofertas públicas padrão do mercado primário ou secundário, podendo ser acessível por todos os tipos de investidores. Por conta disso, as debêntures que eram emitidas por meio desta Instrução da CVM têm que ser registradas perante a autarquia.

Por outro lado, a Instrução CVM n.º 476 é destinada para o chamado de “oferta restrita”, onde a emissora de debêntures poderá acessar um número limitado de investidores e que estes investidores poderão ser somente investidores profissionais na emissão primária, sendo estes investidores classificados pela Resolução da CVM n.º 30, de 11 de maio de 2021<sup>12</sup>, mais

---

<sup>10</sup> BRASIL. Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n.º 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n.º 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jul. 2022.

<sup>11</sup> BRASIL. Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jul. 2022.

<sup>12</sup> BRASIL. Resolução CVM n.º 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 3 ago. 2022.

especificamente em seu art. 11<sup>13</sup>. Sendo assim, as debêntures emitidas por meio da Instrução CVM n.º 476 são dispensadas de registro perante a autarquia, além de diversas outras características específicas que serão analisadas nos próximos tópicos.

### 3.1.1. A Emissão de Debêntures pela Instrução da CVM n.º 400

A emissão de debêntures pelos termos da Instrução CVM n.º 400 seguem o rito ordinário de uma emissão de valores mobiliários. Segundo o parágrafo 3º do art. 19 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976<sup>14</sup>, temos a caracterização de emissões públicas, conforme consta abaixo:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

[...]

§ 3º - Caracterizam a emissão pública:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Normalmente, esta regulamentação infralegal é utilizada para a abertura de capital de empresas na bolsa, visto que trata justamente de ofertas públicas de valores mobiliários. Por ser destinada ao público geral, a emissão de debêntures nos termos da Instrução CVM n.º 476 não possui um limite de investidores que poderão ser procurados para a venda do ativo e, logo, possuem uma fiscalização rígida pela CVM.

Para a formação do preço e características comerciais das debêntures, as companhias abertas deverão se atentar aos requisitos expressos na LSA, em seu art. 170, parágrafo 1º, inciso

---

<sup>13</sup> **Resolução CVM n.º 30, Art. 11:** São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo A;

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e

VIII – investidores não residentes.

<sup>14</sup> BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

I, conforme demonstrado abaixo:

Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I - a perspectiva de rentabilidade da companhia;

Na prática do mercado brasileiro, conforme realizado em diversos outros países, os coordenadores que auxiliam as companhias nas emissões de debêntures realizam o chamado procedimento de *bookbuilding*, onde o coordenador da emissão acessa diversos investidores em potencial para realizar uma pesquisa de mercado no intuito de averiguar a demanda pelo ativo a ser emitido e em quais termos e condições estes investidores aceitariam adquirir o respectivo título.

Um dos principais documentos para a realização de ofertas públicas de debêntures sob a égide da Instrução CVM n.º 400 é o Prospecto. Este documento serve para a divulgação de informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível ao público, de modo que os potenciais investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento nos títulos de dívida a serem emitidos, conforme definido no art. 40 da referida Instrução<sup>15</sup>. Ainda, a regulamentação da CVM prevê os dados mínimos que deverão constar no Prospecto, em seu art. 39, conforme abaixo:

Art. 39. O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:

I - a oferta;

II - os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes;

III - o ofertante;

IV - a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;

V - terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e

VI - terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

Já quanto ao conteúdo, a Instrução CVM n.º 400 possui um anexo específico elencando todo o conteúdo mínimo dos Prospectos, tais como resumo das características da oferta, identificação de administradores, consultores e auditores, destinação dos recursos, dentre diversas outras informações, que deverá ser respeitado à risca pelas companhias emissoras, sob

---

<sup>15</sup> **Instrução da CVM n.º 400, Art. 40:** Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

pena de suspensão imediata da distribuição até se proceder a devida divulgação ao público da complementação do Prospecto e da correção ou inserção das informações necessárias do Prospecto, como explicita o art. 39 da Instrução<sup>16</sup>.

Portanto, podemos compreender que nas ofertas públicas de valores mobiliários sob a égide da Instrução CVM n.º 400, a fiscalização e regulação pela CVM é exigente de modo a garantir o bom funcionamento do mercado de capitais brasileiro e proteger os investidores. Nas palavras de Fabiana Ricardo Molina<sup>17</sup>:

O registro perante a CVM, resulta na proteção dos investidores, a um lado, mas também em uma série de obrigações à sociedade, a outro, que residem em remessa de determinado fluxo de informações periódicas à CVM, além da adoção de padrões contábeis internacionalmente aceitos. Assim, a sociedade que se dispuser a buscar recursos no mercado de capitais, deverá ter em conta a nova dinâmica à qual estará sujeita, consistente na manutenção contínua de boas práticas de governança corporativa.

### 3.1.2. A Emissão de Debêntures pela Instrução da CVM n.º 476

Conforme explorado nos tópicos anteriores, além da emissão de debêntures sob a égide da Instrução CVM n.º 400, utilizada para ofertas públicas de valores mobiliários de companhias abertas, as debêntures poderão ser emitidas pela Instrução CVM n.º 476, que possui particularidades como a dispensa de registro perante a CVM, a limitação do acesso aos investidores, entre outras características que serão analisadas a seguir.

Segundo o Edital de Audiência Pública N.º 05/2008<sup>18</sup>, a CVM expõe os motivos e embasamentos utilizados para a edição da referida instrução como sendo:

Por meio dessas dispensas de registro, a CVM pretende reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários. A Minuta procura ainda eliminar as incertezas geradas pela amplitude do conceito de oferta pública previsto na legislação, fornecendo aos emissores, nas situações que especifica, a segurança de que estão dispensados de buscar o registro da CVM.

---

<sup>16</sup> **Instrução da CVM n.º 400, Art. 41:** Caso se verifique, após a data da obtenção do registro, qualquer imprecisão ou mudança significativa nas informações contidas no Prospecto, notadamente decorrentes de deficiência informacional ou de qualquer fato novo ou anterior não considerado no Prospecto, que se tome conhecimento e seja relevante para a decisão de investimento, deverão o ofertante e a instituição líder suspender imediatamente a distribuição até que se proceda a devida divulgação ao público da complementação do Prospecto e dessa nova informação.

<sup>17</sup> MOLINA, Fabiana Ricardo. **Do regime jurídico das debêntures**. 2019. 169 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 91.

<sup>18</sup> BRASIL. Edital de Audiência Pública N.º 05/2008. Assunto: Minuta de Instrução sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados de balcão organizado e não-organizado. Rio de Janeiro, 8 set. 2008. p. 1.

A Minuta se inspirou na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos, que possuem regras semelhantes de dispensa de registro para ofertas públicas dirigidas a investidores qualificados e permitem a negociação desses títulos de forma restrita.

Além disso, podemos destacar como outra característica que singulariza as ofertas restritas de debêntures a possibilidade de realização de emissão de debêntures por sociedades anônimas de capital fechado, tendo em vista que a Instrução CVM n.º 476 dispensa o registro de companhia de capital aberto conforme os termos previstos no parágrafo 1º, artigo 21, da Lei n.º 6.385<sup>19</sup>. De acordo com tal dispositivo legal, a companhia que pretende negociar valores mobiliários na bolsa e no mercado de balcão deverá manter registro junto a CVM, contudo, a Instrução CVM n.º 476 ressalva, mais especificamente em seu art. 14, que os valores mobiliários ofertados sob sua égide poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei n.º 6.385. Logo, ao ampliar a possibilidade de emissão de valores mobiliários para companhias de capital fechado, a Instrução CVM n.º 476 permitiu que mais empresas brasileiras tivessem acesso à captação de recursos no mercado privado.

A principal particularidade que justamente define as emissões de debêntures nos termos da Instrução CVM n.º 476 como emissões restritas é que a respectiva regulamentação restringe o número de investidores que poderão ser acessados e, posteriormente, adquirir os títulos emitidos, diferentemente das ofertas públicas sob a égide da Instrução CVM n.º 400 em que o número de investidores acessados e adquirentes é ilimitado. Nas emissões restritas, consoante o art. 3º da Instrução CVM n.º 476, será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica e os valores mobiliários, no caso as debêntures, ofertadas deverão ser subscritas ou adquiridas por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais. Já para a formação de preços, conforme explicado no tópico anterior referente ao procedimento de *bookbuilding*, nas emissões de debêntures realizadas nos termos da Instrução CVM n.º 476 também deverá ser respeitado o limite de 75 (setenta e cinco) investidores profissionais.

Em relação ao Prospecto, documento exigido pela Instrução CVM n.º 400 nas ofertas públicas de valores mobiliários, este não é necessário para as ofertas restritas nos termos da Instrução CVM n.º 476. Contudo, é de se ressaltar que a ANBIMA publicou o Código de Ofertas Públicas, por meio do qual é exigido, nas ofertas restritas, o Sumário de Debêntures,

---

<sup>19</sup> **Lei n.º 6.385, Art. 21:** A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

[...]

§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

documento de função similar ao Prospecto nas ofertas públicas, devendo este sumário conter diversas informações necessárias para a tomada de decisão dos investidores.

Outro aspecto relevante das emissões de debêntures sob a égide da Instrução CVM n.º 476 refere-se à restrição de negociação secundária do título de dívida após sua emissão. Conforme o art. 15 da Instrução, os valores mobiliários ofertados só poderão ser negociados entre investidores qualificados, sendo esta categoria de investidores classificada pela Resolução CVM n.º 30, em seu art. 12<sup>20</sup>.

Por fim, outra diferença evidente entre as ofertas públicas e as ofertas restritas se encontra no art. 9º da Instrução CVM n.º 476. Neste dispositivo, temos o chamado de período de *lock-up*, onde a companhia emissora e não pode realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários no prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento ou do cancelamento da última oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM, ou seja, seja realizada nos termos da Instrução CVM n.º 400.

### 3.1.3. A Emissão Privada de Debêntures

Diferente dos tipos de emissão explorados na Instrução CVM n.º 400 e na Instrução CVM n.º 476, há de destacar a existência da emissão privada de debêntures, que, embora não seja muito utilizada no mercado atual, devem ser analisadas no contexto de análise de emissões de debêntures no geral.

A diferença entre as emissões públicas e privadas de valores mobiliários não foi conceitualmente estabelecida pelo legislador e nem pela CVM. Conforme explanado pelo advogado do Rio de Janeiro Nelson Eizirik<sup>21</sup>:

---

<sup>20</sup> **Resolução CVM n.º 30, Art. 12:** São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

<sup>21</sup> EIZIRIK, Nelson. Emissão de Debêntures. Revista dos Tribunais, vol. 721, p. 52 - 61, Nov., 1995. Disponível em:

<[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259934/mod\\_resource/content/0/EIZIRIK.%20Emiss%C3%A3o%20de%20Deb%C3%AAntures%20-%20Aula%204.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259934/mod_resource/content/0/EIZIRIK.%20Emiss%C3%A3o%20de%20Deb%C3%AAntures%20-%20Aula%204.pdf)>. Acesso em: 12 ago. 2022. p. 56.

A diferenciação entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários não foi fixada de maneira sistemática e precisa em nossa legislação.

Na realidade, a Lei 6.385/76, ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a emissão privada e a emissão pública de valores mobiliários limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que se caracteriza esta última, [...].

Nos termos do § 3.º do art. 19 da Lei 6.385/76, caracterizam a emissão pública de valores mobiliários: 1. a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; 2. a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; 3. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

Logo, a emissão privada de debêntures estará automaticamente dispensada de registro perante a CVM e a ANBIMA, uma vez que as debêntures a serem emitidas serão objeto de colocação privada, não sujeita aos termos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada, da Instrução CVM n.º 400 ou da Instrução CVM n.º 476, inexistindo a realização de uma oferta pública ou qualquer atividade de distribuição dessas debêntures, sem qualquer esforço de venda perante investidores por instituição financeira integrante do sistema de distribuição.

### 3.2. A EMISSÃO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS

Conforme já explorado no capítulo anterior, as emissões de debêntures incentivadas são aquelas criadas pela Lei n.º 12.431 de 2011, onde se estabelece benefícios tributários para este tipo de valor mobiliário, sendo eles a isenção de incidência do IRPF e a incidência de 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Simples Nacional. A introdução deste incentivo para essas emissões se deu com o propósito de auxiliar empresas do setor de infraestrutura a captar recursos para o desenvolvimento de seus projetos, tendo em vista que empréstimos com bancos comerciais possuem diversas limitações e são bem custosos para os contraentes.

O Art. 2º da Lei n.º 12.431 de 2011 nos traz a definição legal de debêntures incentivadas de infraestrutura:

“Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas

no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas:”

O primeiro requisito para a emissão de debêntures incentivadas para projetos de infraestrutura se encontra no início da redação do *caput* do artigo supracitado. Essas debêntures terão de ser emitidas por Sociedade de Propósito Específico constituída sob a forma de sociedade por ações. A Sociedade de Propósito Específico (SPE) é definida como uma pessoa jurídica com a finalidade de executar um determinado projeto específico. Ela não é diferenciada de outros tipos societários como as sociedades limitadas ou as sociedades por ações, ganhando a denominação específica de SPE para caracterizar o seu objetivo de formação, isto é, o desenvolvimento de um projeto.

Neste ponto, a Lei n.º 12.844, de 19 de julho de 2013, trouxe inovação ao ampliar as categorias de empresas que poderão utilizar o benefício tributário em suas emissões para captação de recursos. Decerto, a nova legislação trouxe os §1º-A e §1º-B para o Art. 2º da Lei n.º 12.431, autorizando que debêntures de distribuição pública (portanto, não se aplicando às emissões privadas) emitidas por concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações, com propósito de captar recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, bem como as sociedades controladoras das pessoas jurídicas mencionadas acima, poderão fazer jus aos benefícios previstos na lei mencionada.

Prosseguindo, além de se enquadrar nas exigências regulamentares explicadas acima, o projeto de infraestrutura ao qual será destinado os recursos da emissora deverá ser aprovado pelo Poder Executivo federal como prioritário. Dessa forma, para que as empresas voltadas para o setor de infraestrutura possam desfrutar dos benefícios tributários em suas emissões e, conseqüentemente, atrair investimento do mercado privado para a realização de seus projetos, a emissora deverá submeter seu projeto para aprovação do Ministério de Infraestrutura que irá analisar se o projeto de destinação dos recursos se encaixa nas exigências legais e, posteriormente, expedir uma portaria que será publicada no Diário Oficial da União para tornar público a aprovação daquele determinado projeto de infraestrutura como prioritário pelo Poder Executivo federal.

Tendo a emissora se enquadrar nas categorias elencadas na Lei n.º 12.431 e tendo o projeto de infraestrutura ser aprovado como prioritário pelo Poder Executivo federal, a emissão de debêntures incentivadas poderá ser realizada. Contudo, cabe que esclarecer que a Lei n.º 12.431, além de estabelecer as situações em que tais debêntures incentivadas poderão ser

emitidas, também se preocupou em dar uma proteção adicional ao investidor adquirente, estabelecendo características obrigatórias que deverão ser refletidas na escritura de emissão do respectivo título de dívida. As características específicas que deverão ser preenchidas pelas emissões de debêntures sob a égide da Lei n.º 12.431/2011 serão exploradas em tópico posterior, contudo, cabe-nos trazer a citação de José Romeu Garcia do Amaral que nos esclarece, de forma sumária, quais são essas características:

Além da alocação obrigatória, existem outras características e requisitos para a criação e colocação das chamadas debêntures de investimento, que podem ser resumidos da seguinte maneira:

- (a) remuneração predefinida em lei (taxa de juros prefixada vinculada a índice de preço ou à taxa referencial (TR), vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada);
- (b) prazo médio ponderado de 4 (quatro) anos;
- (c) restrição temporária à recompra de ações pelo emissor;
- (d) proibição de extinção antecipada do título por meio de resgate;
- (e) vedada à cláusula de retrovenda (compromisso de revenda pelo comprador);
- (f) período mínimo definido em lei para pagamento de rendimento do título;
- (g) negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários;<sup>22</sup>

### 3.3. NOVA REGULAMENTAÇÃO DAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES PELA CVM

A CVM editou, em 13 de julho de 2022, quatro novas resoluções sobre as Ofertas Públicas, as Resoluções CVM n.º 160, 161, 162 e 163, cujo objetivo pode ser destacado como uma atualização no mercado de ofertas de valores mobiliários no Brasil, trazendo maior previsibilidade, agilidade e segurança jurídica aos investidores. Dentre elas, a Resolução CVM n.º 160 substitui as Instruções CVM n.º 400 e 476 e se tornará a nova regra geral aplicável a ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários no mercado brasileiro, inclusive para as emissões de debêntures.

As resoluções da CVM mencionadas acima somente entrarão em vigor a partir de 2 de janeiro de 2023, dando assim tempo para que o mercado se adapte para o novo marco regulatório da CVM para as ofertas de valores mobiliários, sejam ofertas públicas ou restritas. Logo, o presente trabalho não se propõe a analisar de forma minuciosa as alterações trazidas por referidas resoluções, porém cumpre-se destacar alguns destaques relevantes da nova regulamentação.

---

<sup>22</sup> AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. doi: 10.11606/D.2.2014.tde-21012015-093339. p. 89-90.

O maior destaque da Resolução CVM n.º 160 é a consolidação das ofertas públicas, eliminando o conceito de ofertas restritas que dispensam registro perante a CVM. Portanto, segundo a nova resolução, todas as ofertas públicas de valores mobiliários das quais os adquirentes são investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, devem ser objeto de registro perante a CVM. Contudo, ainda que a nova resolução consolide os tipos de oferta sob um único marco regulatório, continuarão existindo ritos diferenciados a depender das características da oferta de valores mobiliários pretendida pela companhia emissora.

A partir de 2 de janeiro de 2023, os registros de ofertas públicas de valores mobiliários poderão seguir dois ritos diferenciados, o Rito de Registro Automático de Distribuição ou Rito de Registro Ordinário de Distribuição. A diferença entre eles é que as emissões de valores mobiliários que optarem pelo Rito de Registro Ordinário de Distribuição deverão ser analisadas e anuídas previamente pela CVM para obtenção de registro, como ocorre hoje com as emissões de valores mobiliários por meio da Instrução CVM n.º 400. Por outro lado, o Rito de Registro Automático de Distribuição não exige a análise prévia da CVM, sendo o registro deferido automaticamente mediante o protocolo dos documentos aplicáveis, assemelhando-se à vantagem trazida para as ofertas restritas de valores mobiliários por meio da Instrução CVM n.º 476.

Além das alterações mencionadas nos parágrafos acima, a Resolução CVM n.º 160 trouxe outras inovações e melhorias ao regime atual de emissão de valores mobiliários que visam atender tanto a demanda das companhias emissoras como a do público investidor em geral. São elas: a simplificação das informações a serem fornecidas no âmbito das ofertas públicas, a ampliação do acesso aos investidores para fins de procedimento de *bookbuilding*, a supressão do limite de investidores profissionais que poderão ser consultados antes do requerimento de registro de uma oferta pública de valores mobiliários, que está atualmente limitada a 50 (cinquenta) investidores, dentre diversas outras que o novo marco regulatório das ofertas públicas de valores mobiliários se propôs a trazer.

#### 4. CONCESSÃO DE GARANTIAS NAS EMISSÕES DE DEBÊNTURES

Por funcionarem como uma espécie de empréstimo para a emissora, as emissões de debêntures costumam contar com a prestação de garantias, seja pela própria emissora ou por alguma de suas empresas controladoras e/ou controladas, de modo a mitigar o risco dos debenturistas em caso de eventual falência por parte da emissora. Logo, a prestação de garantias para a emissão de debêntures impacta indiretamente as demais características do valor mobiliário, uma vez que, com a prestação de garantia que protege o investidor, a emissora poderá oferecer juros remuneratórios mais baixos, opções de resgate antecipado por parte da emissora, entre outros.

Neste sentido, conforme provisiona o art. 58 da LSA, temos que as garantias que poderão ser prestadas em favor dos debenturistas poderão ser:

Art. 58. A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia fluante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia.

§ 1º A garantia fluante 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 fluante 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 fluante do ativo de 2 (duas) ou mais sociedades do grupo.

Portanto, da lista que a LSA traz, é de se entender que temos cinco tipos diferentes de garantias em emissões de debêntures que serão analisados a seguir, sendo eles: (i) garantia real, (ii) garantia fluante, (iii) quirografárias, (iv) garantia subordinada e (v) garantia fidejussória ou prestada por outras companhias.

##### 4.1. GARANTIA REAL

A prestação de garantia real é o tipo de garantia mais utilizado em emissões de debêntures, uma vez que traz uma segurança jurídica maior ao investidor, que terá seu crédito garantido por bens reais da emissora ou de seu grupo econômico. Conforme leciona o Prof.

Cristiano Vieira Sobral Pinto: “os direitos reais de garantia são direitos subjetivos constituídos pelo devedor ou por um terceiro em favor do credor, mediante a afetação de um bem, cujo valor representativo, no momento da execução, garantirá o cumprimento da obrigação”<sup>23</sup>.

A razão pela segurança jurídica trazida pelas garantias reais é a preferência de pagamento sobre os demais credores, excetuando-se os credores tributários e os credores trabalhistas. Neste sentido, Caio Mario da Silva Pereira (2018, p. 293) nos diz que: “assegurada a dívida por uma garantia real, o credor tem a faculdade de receber prioritariamente, ou se acha munido de um privilégio [...]”<sup>24</sup>.

Ao tratarmos de garantias reais em emissões de debêntures, temos que são mais utilizadas as seguintes modalidades: o penhor, a hipoteca, a anticrese e a propriedade fiduciária.

#### 4.1.1. Penhor

Segundo o Código Civil Brasileiro, em seu art. 1.431, temos que o penhor é definido como pela “pela transferência efetiva da posse que, em garantia do débito ao credor ou a quem o represente, faz o devedor, ou alguém por ele, de uma coisa móvel, suscetível de alienação”. Neste sentido, entendemos que o credor de uma determinada dívida está garantido com a entrega de um determinado bem móvel, *a priori*, que a guardará enquanto sua dívida garantida não estiver quitada e, no caso de inadimplemento, utiliza-se o produto da venda desse determinado bem para satisfazer a dívida, ainda que não integralmente.

Entretanto, o Parágrafo Único do artigo supracitado institui um tipo diferente de penhor, onde “as coisas empenhadas continuam em poder do devedor, que as deve guardar e conservar”. Portanto, podemos compreender a existência do penhor comum, onde a posse do bem é transferida ao credor, e do penhor especial, onde a posse do referido bem se mantém com o devedor como seu fiel depositário. O Código Civil Brasileiro elenca como tipos de penhor especial o penhor rural, penhor industrial, penhor mercantil e penhor de veículos. É de se notar que, no caso dos penhores especiais, a lei brasileira permitiu o penhor de bens imóveis, diferentemente do penhor convencional, onde este recai somente sobre bens móveis. Neste ponto, Carlos Roberto Gonçalves (2017, p. 633) leciona que “penhor recai, como dito, em regra,

---

<sup>23</sup> PINTO, Cristiano Vieira Sobral. **Direito Civil Sistematizado**. 5 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2014. p. 905.

<sup>24</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil - Vol. IV / Atual**. Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 25 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

sobre coisa móvel, que pode ser singular ou coletiva, corpórea ou incorpórea (crédito), de existência atual ou futura (safra futura)”.

Ao tratarmos dos benefícios que um penhor pode trazer para os credores de uma emissão de debêntures, temos os ensinamentos de Luiz Ferreira Xavier Borges, que nos leciona que:

Sua vantagem [do penhor] é a possibilidade de uso em operações em outras garantias que não possam ser utilizadas (como no caso do crédito rural). Sua principal desvantagem está ligada à natureza ou ao valor dos bens que são objeto do penhor: depreciação, remoção, transporte, obsolescência, dificuldades de encontrar o comprador etc. O mais importante, entretanto, é que essa garantia não é utilizada sempre que for possível constituir alienação fiduciária em garantia, uma vez que o penhor deve respeitar a preferência dos créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais) e a outra não.<sup>25</sup>

Logo, temos que o penhor funciona como um tipo de garantia muito utilizado de forma subsidiária em relação à alienação fiduciária, que traz mais vantagem para os credores no momento de execução da referida garantia, conforme analisado em tópico posterior.

#### 4.1.2. Hipoteca

Quanto às emissões de debêntures garantidas por hipoteca, será aplicável o disposto nos arts. 1.473 a 1.505 do Código Civil Brasileiro, onde temos que o devedor resguarda seu direito de uso e gozo do bem hipotecado, inclusive podendo constituir nova hipoteca sobre o mesmo bem. Assim, em eventual descumprimento das obrigações garantidas pelo instrumento que constitui a hipoteca, o credor garantido terá o direito de executar a hipoteca, isto é, alienar o bem hipotecado por meio de leilão público ou conforme o procedimento estabelecido no instrumento de hipoteca, tendo o credor direito de receber o produto da alienação até o limite da satisfação das obrigações garantidas.

Pertinentemente, Fabiana Ricardo Molina nos traz que:

A hipoteca se extinguirá pelo pagamento da obrigação principal (na medida em que lhe é acessória), pelo perecimento do bem ou por sua excussão (arrematação e adjudicação em hasta pública ou alienação privada). Vale lembrar que o contrato de garantia poderá prever que, em caso de perecimento do bem hipotecado, caberá ao devedor substituí-lo, mantendo íntegras as garantias conferidas ao longo de toda a emissão de debêntures.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup> BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, jun/1999. p. 121.

<sup>26</sup> MOLINA, Fabiana Ricardo. **Do regime jurídico das debêntures**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 57.

### 4.1.3. Anticrese

Já a anticrese é um tipo de garantia regida pelos arts. 1.506 a 1.510 do Código Civil Brasileiro, onde o devedor (ou, ainda, outra companhia em seu lugar) cede o direito de perceber, em compensação da dívida, os frutos e rendimentos a recair sobre determinado imóvel cuja posse é outorgada aos credores.

A Anticrese é uma forma de prestação de garantia pouco utilizada em emissões de debêntures por trazer grandes desvantagens ao devedor, uma vez que a posse do imóvel é transferida ao debenturista. Neste sentido, Jackson Rocha Guimarães, em sua crítica ao projeto do atual Código Civil Brasileiro, ao tratar dos inconvenientes trazidos pela manutenção da anticrese, eloquentemente nos leciona que:

a) — O primeiro consiste em que a anticrese implica a deslocação do bem dado em garantia das mãos do devedor para as do credor. De modo que, privando aquele da posse do imóvel de sua propriedade, e confiante a quem tem um interesse menor em sua produtividade, a anticrese pode representar ameaça de prejuízo não só para o devedor, como para a própria sociedade; b) — O fato de a anticrese envolver a transferência da posse do bem onerado, torna difícil sua alienação, por parte do devedor. Pois, dificilmente haverá quem se interesse em adquirir imóvel cujo uso e gozo pertence, por prazo mais ou menos longo, ao credor do alienante. Daí entender-se que a anticrese constitui um embaraço à circulação do bem onerado, o que, de resto, não convém à sociedade; c) — Constituída a anticrese, esgota-se para o devedor a possibilidade de obter novos créditos, garantidos pelo imóvel onerado. Isso porque não se pode conceber subanticrese; e, por outro lado, porque dificilmente aparecerá quem se disponha a conceder empréstimo, recebendo como garantia hipotecária bem que se encontra onerado com anticrese.<sup>27</sup>

Logo, a anticrese acaba sendo um tipo de prestação de garantia subutilizado nas emissões de debêntures, tendo em vista que a hipoteca oferece bem mais vantagens tanto ao devedor quanto ao credor, no momento de execução da garantia e consequente alienação de tal bem imóvel.

---

<sup>27</sup> GUIMARÃES, Jackson Rocha. **O Projeto do Código Civil e o Direito das Coisas**. Revista da Faculdade de Direito, Minas Gerais: Universidade Federal de Minas Gerais, p. 67-93, 1 out. 1975. Disponível em: <<https://www.direito.ufmg.br/revista/index.php/revista/article/view/746>>. Acesso em: 25 ago. 2022. p. 90-91.

#### **4.1.4. Propriedade Fiduciária**

A propriedade fiduciária se encontra positivada no Código Civil Brasileiro, nos artigos 1.361 e seguintes. Fernando Antonio Maia da Cunha e Maria Rita Rebello Pinho Dias (2019, p. 31) fazem um ótimo trabalho ao resumirem o histórico de criação e consolidação deste instituto no ordenamento jurídico brasileiro, nas seguintes palavras:

O instituto da alienação fiduciária em garantia foi inicialmente positivado no Brasil pela Lei de Mercados de Capitais – Lei nº 4.728/1965 (posteriormente alterada pelas Leis nº 10.931/2004 e nº 13.043/2014) –, referindo-se apenas a bens móveis. Posteriormente, a Lei nº 4.864/1965 – Lei de Estímulo à Indústria da Construção Civil – passou a disciplinar a cessão fiduciária de créditos. Somente com a Lei nº 9.514/1997, a alienação fiduciária pôde referir-se também a bens imóveis. Por fim, o Código Civil de 2002 inovou ao disciplinar a propriedade fiduciária, nos artigos 1.361 e seguintes.

##### **4.1.4.1. Alienação Fiduciária**

Sumariamente, temos que a alienação fiduciária em garantia consiste na operação onde uma das partes, detentora de determinado bem, aliena tal bem em garantia de uma determinada dívida ou transação em favor da outra parte, que deverá devolver a posse do bem após a quitação da dívida ou nos demais eventos previstos no contrato celebrado entre as partes. Consoante o §2º do artigo 1.361 do Código Civil Brasileiro, com a constituição da alienação fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, ficando o credor com a posse direta do bem alienado e o devedor com a posse indireta. Ressalta-se que, devido aos diversos dispositivos legais que disciplinam sobre a alienação fiduciária de diferentes tipos de bens, o Código Civil Brasileiro, especificamente em seu artigo 1.368-A, nos traz que “demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submetem-se à disciplina específica das respectivas leis especiais”.

Na alienação fiduciária, com a quitação da dívida da qual a alienação fiduciária é garantidora, o bem alienado retornará na posse do devedor alienante. Contudo, caso ocorra o inadimplemento, o credor prosseguirá então com a alienação judicial ou extrajudicial do bem alienado fiduciariamente para quitar os débitos ocasionados pelo inadimplemento do devedor. Um ponto importante de destaque quando ocorre o inadimplemento do devedor, é que o nosso ordenamento jurídico proíbe o pacto comissório, que seria a consolidação da propriedade do bem alienado fiduciariamente no patrimônio do credor sem a realização da alienação judicial ou extrajudicial.

Uma das principais vantagens da constituição de alienação fiduciária em favor do credor é que a Lei n° 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, traz, no §3º de seu artigo 49, o seguinte:

§3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretroatividade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

Desta forma, em suma, entende-se que os créditos detidos por credores que possuem bens móveis e imóveis alienados fiduciariamente em seu favor estão excluídos do regime da recuperação judicial, mantendo-se as condições contratuais estipuladas previamente entre o devedor e o credor.

Logo, temos que a alienação fiduciária em garantia é definitivamente mais benéfica para o credor em detrimento dos outros tipos de constituição de garantia sobre o mesmo bem, como exemplo o caso do penhor, tendo em vista que (i) a posse direta do bem alienado é imediatamente transferida ao credor após a constituição da garantia e (ii) que os créditos garantidos por alienação fiduciária não serão objeto do regime de recuperação judicial, passando tais créditos a ostentar de natureza extraconcursal.

#### 4.2. GARANTIA FLUTUANTE

Diferente das garantias reais, onde o bem a ser dado em garantia do credor é determinado, na garantia flutuante, a emissora dispõe uma série de seus ativos que poderão servir de garantia ao credor. Contudo, como o nome suscita, os ativos postos em garantia em favor do credor poderão ser alterados após a emissão, sendo a emissora livre para negociar esses ativos sem a necessidade expressa de autorização dos credores. Um ponto a se destacar na prestação de garantia flutuante de uma emissão de debêntures, como dispõe o §6º do art. 58 da LSA supracitado, é que, caso a emissora seja integrante de um grupo de sociedades, a garantia flutuante poderá ser prestada por outras sociedades além da emissora, aumentando a proteção do credor debenturista.

Além disso, conforme nos leciona Fabiana Ricardo Molina:

A garantia flutuante pode ser constituída em mais de uma emissão de debêntures. Contudo, a primeira emissão preferirá às posteriores, uma vez que os debenturistas mais recentes teriam condições de conhecer as garantias já ofertadas pela companhia, enquanto os antigos não teriam como proteger seus créditos. É fato, no entanto, que as escrituras de debêntures podem estabelecer que não poderão ser conferidas novas garantias, superiores àquelas já conferidas, enquanto determinada emissão estiver em vigor.<sup>28</sup>

#### 4.3. GARANTIA QUIROGRAFÁRIA

Quando uma emissão de debêntures contar com a garantia quirografária, isso significa que a emissão não possui ativos dados em garantia, havendo apenas a inclusão de disposição de subordinação aos credores quirografários, portanto, preferindo-se apenas aos acionistas no caso de eventual liquidação da companhia, conforme previsto na LSA<sup>29</sup>.

Ou seja, este tipo de garantia possui uma menor proteção ao debenturista em eventual liquidação da emissora, uma vez que não contará com qualquer preferência, além dos acionistas da emissora, no recebimento dos valores da liquidação.

#### 4.4. GARANTIA SUBORDINADA

As debêntures subordinadas, também conhecidas como debêntures subquirografárias, são uma espécie de debêntures que não contam com absolutamente nenhuma garantia, sequer a disposição dos credores quirografários, estando totalmente desprotegidos em caso de eventual inadimplemento e liquidação dos ativos da emissora.

#### 4.5. GARANTIA FIDEJUSSÓRIA

As emissões de debêntures podem contar, ainda, com garantias fidejussórias adicionais, onde uma terceira parte, tipicamente uma controladora ou acionista da emissora, presta fiança

---

<sup>28</sup> MOLINA, Fabiana Ricardo. **Do regime jurídico das debêntures**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 67.

<sup>29</sup> **LSA, 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.

[...]

§ 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.

em benefício dos debenturistas. Além disso, as emissões de debêntures poderão contar com fianças bancárias, isto é, fianças contratadas com instituições financeiras que atuarão como fiadores da emissão, em troca de prestações financeiras por parte da emissora.

Nos ensinamentos de José Roberto de Castro Neves (2008, p. 191), na garantia fidejussória ou garantia pessoal, um terceiro oferece seu patrimônio como garantia da dívida de outro e, com isso, aumentando a proteção ao credor, considerando que o patrimônio do terceiro também protegerá o credor da referida dívida.

A fiança é o tipo mais comum das garantias fidejussórias. Conforme regulamentada pelo art. 818 e seguintes do Código Civil Brasileiro, este instituto prevê que um terceiro, por meio de um contrato, garanta a dívida de um devedor com o seu patrimônio. Caso ocorra a execução da fiança pelo credor, este sub-rogará no direito de exigir do devedor original os valores que foram pagos na execução da garantia. Ademais, o fiador possui o benefício de ordem na execução, consoante o art. 827 do Código Civil Brasileiro, onde ele poderá exigir que seja primeiro executados os bens do devedor em caso de inadimplência. A fiança não necessariamente precisa garantir toda a dívida, podendo esta ter um valor limitado ao estipulado entre as partes em sua relação contratual.

O outro tipo de garantia fidejussória é o aval, previsto nos art. 897 e seguintes do Código Civil Brasileiro. Este é utilizado como garantia pessoal de títulos de crédito, tais como títulos de crédito, como o cheque, as notas promissórias e a duplicata.

José Roberto de Castro Neves é pertinente ao destacar sumariamente diferenças primordiais entre o aval e a fiança:

Na fiança, como acima se viu, há uma relação contratual, que vincula, principalmente, o fiador e o credor. No aval, o avalista garante o título de crédito. Não há uma relação contratual, porém uma situação na qual o avalista ocupa a posição de um devedor solidário ao devedor principal (artigo 899 do Código Civil e artigo 47 da Lei Uniforme, o Decreto-Lei nº 57.663 de 24.1.66).

[...] Há, portanto, uma distinção fundamental entre a fiança e o aval. Na fiança existe uma obrigação acessória, do fiador em relação ao afiançado, ao passo que no aval a obrigação é autônoma.<sup>30</sup>

Além disso, diferente do exposto acima sobre fianças, no caso do aval, o Código Civil Brasileiro proibiu expressamente, por meio do parágrafo único do art. 897, a possibilidade de prestação de aval parcial. Ou seja, caso um terceiro assumira a posição de avalista de determinado título de crédito, este assumirá integralmente o valor do principal, como devedor solidário.

---

<sup>30</sup> NEVES, José Roberto de Castro. **As Garantias do Cumprimento da Obrigação**. Revista da EMERJ, Rio de Janeiro, v. 11, n. 44, 2008, p. 193.

#### 4.6. GARANTIAS EM EMISSÕES DE DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA

Em emissões de debêntures com finalidade de captação de recursos para serem investidos especificamente em projetos de infraestrutura, emitidas pelas Sociedades de Propósito Específico (denominadas como SPEs) responsáveis pelo desenvolvimento do projeto, é prática comum de mercado a exigência de constituição de garantias de modo a proteger o investidor debenturista dos riscos inerentes do desenvolvimento do projeto. Neste sentido, as emissoras, ou suas sociedades controladoras, utilizam o próprio projeto de infraestrutura como garantia da emissão.

Esse tipo de prática no mercado é conhecida como *Project Finance*, modalidade de financiamento que utiliza o fluxo de caixa e os ativos do próprio projeto para mitigarem os riscos do investimento.

Nos casos do tradicional *Corporate Finance*, as companhias buscam financiamento com juros elevados junto a instituições financeiras privadas e o pacote de garantia para essas instituições costuma ser composto apenas por garantias fidejussórias prestadas pelos acionistas, sendo um tipo de financiamento com base na robustez do balanço da companhia ou de seus acionistas. Já no *Project Finance*, o pacote de garantias costuma ser mais elevado e atingindo mais ativos do projeto, ao passo que não há prestação de garantia fidejussória por parte das acionistas, aumentando o risco de inadimplência.

Os tipos mais observados de garantias prestadas no âmbito de financiamento para projetos de infraestrutura são as alienações fiduciárias de ações da SPE e a cessão fiduciária de direitos creditórios.

Referente as alienações fiduciárias de ações, expressamente prevista no art. 40 da LSA, é um tipo de garantia que concede grande segurança ao investidor, uma vez que projetos de infraestrutura costumam ser assumidos somente por empresas de grande porte, valorizando o ativo em questão, e que existe um vasto mercado de capitais que providencia liquidez para estas ações. Nestes casos, consoante o explorado em tópico anterior, caso a garantia seja acionada, o credor deverá aliená-las em hasta pública ou alienação privada. Conforme aponta José Virgílio Lopes Enei, advogado renomado na área de financiamento de projetos de infraestrutura:

A alienação fiduciária apresenta-se como alternativa relativamente equivalente ao penhor das ações, com a vantagem de as ações alienadas não integrarem a massa falida dos acionistas fiduciantes. Em princípio, a alienação também não comporta o direito

de o credor fiduciário assumir o controle e administração da sociedade em caso de inadimplemento.<sup>31</sup>

Por outro lado, a cessão fiduciária de direitos possui fulcro nos arts. 1.361 e seguintes do Código Civil Brasileiro e no art. 66-B da Lei n.º 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Quando é prestada cessão fiduciária de direitos creditórios em projetos de infraestrutura, é estruturado um mecanismo onde os recebíveis do projeto, tais como aportes do Poder Público ou as receitas provenientes da prestação de serviços públicos, são depositados em uma conta vinculada com restrições de movimentação por parte da emissora. Assim, mantém-se um ciclo de pagamentos para que a emissora possa continuar suas atividades, ao passo que determinadas quantias ficam bloqueadas em garantia aos credores.

Neste ponto, José Virgílio Lopes Enei também consegue nos elucidar sobre as complexidades desses tipos de estrutura com os seguintes dizeres:

[a cessão] tem o inconveniente de transferir de imediato o direito à cobrança e retenção do crédito ao credor fiduciário, e não somente na hipótese de inadimplemento do devedor fiduciante, como seria o caso de uma alienação fiduciária ou mesmo de um penhor mercantil e industrial em relação à posse do bem dado em garantia. Trata-se de mecânica inconveniente ao financiamento de projetos, porque é do interesse do próprio financiador credor que o devedor continue arrecadando seus créditos e empregando-os na execução e continuidade do empreendimento, pelo menos até que se caracterize um inadimplemento, quando então, dependendo da gravidade desse evento, pode fazer sentido ao financiador exigir para si os pagamentos com vencimento a partir de então.<sup>32</sup>

Ainda, existem outros tipos de garantias que costumam ser utilizadas em financiamento de projetos de infraestrutura, tais como a cessão fiduciária de direitos de outorga (nos casos de concessionárias de serviços públicos), alienação fiduciária dos bens móveis e imóveis da SPE, fianças bancárias e corporativas, cessão condicional dos contratos do projeto, como exemplo os contratos de EPC (*Engineering, Procurement and Construction*), contratos de operação e manutenção, dentre outros.

---

<sup>31</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. **Project Finance**: Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias Público-Privadas, *Leveraged Buy-Outs* e Outras Figuras Afins). São Paulo: Saraiva, 2007. P. 381.

<sup>32</sup> Idem. p. 382.

## **5. CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS DE DEBÊNTURES EMITIDAS SOB A ÉGIDE DA LEI N.º 12.431/2011**

Consoante ao explorado anteriormente, na atualidade, as debêntures voltadas para a captação de recursos para financiar projetos de infraestrutura são emitidas sob a égide da Lei n.º 12.431/2011, conforme alterada, que prevê incentivos para o investidor ao participar no financiamento de tais projetos. Contudo, para tanto, a legislação também prevê determinados requisitos que as emissões de valores mobiliários deverão cumprir para poderem se enquadrar em seu regime e receber tais benefícios. Passemos a explorar tais requisitos, trazidos, de forma cumulativa, especialmente pelo parágrafo primeiro do artigo 1º da Lei n.º 12.431/2011, com a nova redação trazida pela Lei n.º 12.844, de 19 de julho de 2013.

§1º Para fins do disposto no inciso I do caput, os títulos ou valores mobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à Taxa Referencial - TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada, e ainda, cumulativamente, apresentar:

I - prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos;

II - vedação à recompra do título ou valor mobiliário pelo emissor ou parte a ele relacionada nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional;

III - inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;

IV - prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;

V - comprovação de que o título ou valor mobiliário esteja registrado em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência; e

VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados aos projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Primeiramente, em sua redação, o parágrafo primeiro nos elucida que os títulos ou valores mobiliários deverão ser remunerados por uma taxa de juros pré-fixada, vedando, portanto, a possibilidade de remuneração por taxa de juros pós-fixada, isto é, após a emissão do título e aquisição pelo investidor. Ainda, deverá tal taxa de juros ser atrelada a um índice de preço, sendo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-M) os índices mais utilizados atualmente no mercado, ou à Taxa Referencial.

O inciso I do referido parágrafo traz o requisito da emissão possuir prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos. Este prazo, conforme prevê a Resolução do CMN n.º 4.751, de 26 de setembro de 2019, que dispõe sobre a liquidação antecipada das debêntures de

infraestrutura de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 junho de 2011, deverá ser calculado conforme a fórmula descrita na Resolução do BACEN nº 3.947, de 27 de janeiro de 2011.

Já o inciso II do parágrafo primeiro supracitado estabelece, de fato, dois requisitos que deverão ser previstos na emissão, sendo eles (i) a vedação à reaquisição do respectivo título pela sua emissora (ou então parte relacionada a ela) nos dois primeiros anos após a sua emissão, dando proteção ao investimento do debenturista, e (ii) a vedação à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, com exceção feita caso o CMN discipline sobre referida, como foi o caso da Resolução do CMN nº 4.751. Ademais, no inciso III temos a proibição do estabelecimento pela emissora em seu respectivo instrumento de emissão, como a escritura de emissão nas emissões de debêntures, da obrigação de revenda do referido título pelo debenturista para a emissora.

Em práticas de mercado e conforme os padrões estabelecidos pela ANBIMA, de modo a prever os requisitos trazidos pelos incisos II e III do parágrafo supracitado, as escrituras de emissões de debêntures sob a égide da Lei nº 12.431/2011 contam com uma ou mais cláusulas para instituir os mecanismos de resgate antecipado facultativo total das debêntures (não sendo permitido o resgate antecipado facultativo parcial das debêntures), oferta de resgate antecipado e aquisição facultativa das debêntures pela emissora ou por parte relacionada a ela (respeitando as vedações previstas no inciso II supramencionado).

No inciso IV, temos a obrigatoriedade de realização dos pagamentos de rendimentos dos títulos com a previsão de intervalo mínimo de 180 dias entre cada pagamento.

Consequente, no inciso V, temos que o título ou valor mobiliário deverá estar registrado em sistema de registro devidamente autorizado pelo BACEN ou pela CVM, ou seja, que a negociação do referido título ou valor mobiliário seja realizada em mercado regulamentado e autorizado, afastando assim as emissões estritamente privadas.

Por fim, em relação ao projeto de infraestrutura a qual a emissão esteja destinada a financiar, o inciso VI estabelece a necessidade de demonstração, de forma simplificada, de alocação dos recursos no referido projeto de infraestrutura, seja para pagamentos futuros ou no reembolso de gastos já ocorridos, de modo a evitar que os recursos captados pela emissão sejam destinados para outros fins.

## 6. CONCLUSÃO

O trabalho ora concluído foi desenvolvido com base nos aspectos legais e infralegais envolvidos nas emissões de debêntures no Brasil, com ênfase nas características específicas das emissões de debêntures com a finalidade de financiamento de projetos de infraestrutura e emitidas sob a égide da Lei n.º 12.431/2011.

No segundo capítulo, foi introduzido o atual cenário econômico por trás da exploração dos recursos privados para financiamento de projetos de infraestrutura, em especial por meio da emissão de debêntures, em detrimento aos recursos públicos que, conforme explorado, vem reduzindo de quantidade de maneira significativa nos últimos anos.

Já no terceiro capítulo, foi abordado o regime jurídico das emissões de debêntures, fazendo menção às principais normativas da CVM sobre as emissões públicas e restritas de debêntures, a Resolução CVM n.º 400 e a Resolução CVM n.º 476, além de adentrar suas especificidades quanto a cada tipo de emissão. Por fim, analisou-se o regime jurídico introduzido pela Lei n.º 12.431/2011, que estabelece incentivos fiscais para as emissões de debêntures destinadas para o financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil.

Consequente, o quarto capítulo faz uma análise sumária dos diversos tipos de garantias que são concedidas em emissões de debêntures, abordando, de maneira simplificada, suas vantagens e desvantagens para a emissora e para o investidor, além de abordar, em seu último tópico, as práticas usuais de mercado em concessão de garantias por emissões de debêntures de infraestrutura.

Finalmente, no quinto e último capítulo, foram abordadas as características específicas que as emissões de debêntures destinadas para financiamento de projetos de infraestrutura e emitidas sob égide da Lei n.º 12.431/2011 deverão conter para que possam receber os incentivos trazidos pela lei e, conseqüentemente, atrair mais investidores.

O presente estudo não pretendeu explorar, de forma exaustiva e minuciosa, todos os aspectos jurídicos das emissões de debêntures, sejam de infraestrutura ou não, mas sim de elucidar os principais temas que trazem impacto para o investidor e para as emissoras. É de se concluir que a introdução da Lei n.º 12.431/2011, conforme alterada e regulamentada por dispositivos posteriores, foi um marco importantíssimo para a captação de recursos privados para financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil, trazendo maior proteção e benefícios aos investidores e garantindo a alocação correta dos recursos.

## REFERÊNCIAS

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. doi: 10.11606/D.2.2014.tde-21012015-093339.

ANBIMA. Boletim de Mercado de Capitais. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-mais-da-metade-das-emissoes-de-abril-8A2AB2888062929501809A4ADF6A0131-00.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-representam-mais-da-metade-das-emissoes-de-abril-8A2AB2888062929501809A4ADF6A0131-00.htm)>. Acesso em: 15 mai. 2022.

ANBIMA. ANBIMA Data: banco de dados. Disponível em: <<https://data.anbima.com.br>>. Acesso em: 15 mai. 2022.

BANCO Mundial Private Participation in Infrastructure Data base (PPI): banco de dados. Disponível em: <<https://ppi.worldbank.org/en/snapshots/country/brazil>>. Acesso em: 14 mai. 2022.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: Instrumento de Garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, jun/1999. p. 117-136.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Edital de Audiência Pública N.º 05/2008. Assunto: Minuta de Instrução sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados de balcão organizado e não-organizado. Rio de Janeiro, 8 set. 2008. Disponível em: <[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2008/sdm\\_0508-edital.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm_0508-edital.pdf)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n.º 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n.º 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 10 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 10 jul. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n.º 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 03 ago. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM n.º 160, de 13 de julho de 2022. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM n.º 471, de 8 de agosto de 2008, CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM n.º 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM n.º 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM n.º 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM n.º 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM n.º 818, de 30 de abril de 2019 e CVM n.º 850, de 7 de abril de 2020. Disponível em: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 18 jul. 2022.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional (CMN). Resolução n.º 4.751, de 26 de setembro de 2019. Dispõe sobre a liquidação antecipada das debêntures de infraestrutura de que trata o art. 2º da Lei n.º 12.431, de 24 junho de 2011. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-n-4.751-de-26-de-setembro-de-2019-218821850>>. Acesso em: 10 set. 2022.

BRASIL. Decreto n.º 8.874, de 11 de outubro de 2016. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/decreto/D8874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/decreto/D8874.htm)>. Acesso em: 10 jul. 2022.

BRASIL. Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm)>. Acesso em: 27 jul. 2022.

BRASIL. Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2022. Institui o Código Civil. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm)>. Acesso em: 10 ago. 2022.

BRASIL. Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm)>. Acesso em: 31 ago. 2022.

BRASIL. Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis n.ºs 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei n.º 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112431.htm)>. Acesso em: 10 jul. 2022.

CHANSKY COHEN, Isadora; PUPIN, João Kenji Belgamo; GIANNINI, Pedro Marques De Azevedo. **Financiamento da infraestrutura pelo mercado de capitais Brasileiro: relato do caso entrevistas:** pure project finance e debêntures. Editores: Reinaldo Fioravanti, Ancor Suárez-Alemán, Claudia Alvarez Pagliuca. p. cm. — (Monografia do BID; 979).

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial: direito de empresa**. 23. ed. – São Paulo: Saraiva, 2011.

CONTANI, Eduardo Augusto do Rosario; SAVÓIA, José Roberto Ferreira. **Infraestrutura no Brasil: regulação, financiamento e modelagem contratual**. São Paulo: Atlas, 2017.

CUNHA, Fernando Antonio Maia da; DIAS, Maria Rita Rebello Pinho. Alienação fiduciária em garantia. **Cadernos Jurídicos da Escola Paulista da Magistratura**, São Paulo, n.º 50, julho-agosto/2019, p. 31-52.

EIZIRIK, Nelson. Emissão de Debêntures. **Revista dos Tribunais**, vol. 721, p. 52 - 61, Nov., 1995. Disponível em: <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259934/mod\\_resource/content/0/EIZIRIK.%20Em%20iss%C3%A3o%20de%20Deb%C3%AAntures%20-%20Aula%204.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259934/mod_resource/content/0/EIZIRIK.%20Em%20iss%C3%A3o%20de%20Deb%C3%AAntures%20-%20Aula%204.pdf)>. Acesso em: 12 ago. 2022.

ENEI, José Virgílio Lopes. **Project Finance: Financiamento com Foco em Empreendimentos (Parcerias Público-Privadas, Leveraged Buy-Outs e Outras Figuras Afins)**. São Paulo: Saraiva, 2007.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito civil brasileiro, volume 5: direito das coisas**. – 12. ed. – São Paulo: Saraiva, 2017.

GUIMARÃES, Jackson Rocha. **O Projeto do Código Civil e o Direito das Coisas**. Revista da Faculdade de Direito, Minas Gerais: Universidade Federal de Minas Gerais, p. 67-93, 1 out. 1975. Disponível em: <<https://www.direito.ufmg.br/revista/index.php/revista/article/view/746>>. Acesso em: 25 ago. 2022. p. 90-91.

IEDI - Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Nacional. **O papel da infraestrutura na retomada da economia brasileira**. Disponível em: <[https://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_1089.html](https://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_1089.html)>. Acesso em: 31 mai. 2022.

MENDES, Maria Cristina Varalla; RODRIGUEZ, Caio Farah. Notas sobre Alocação de Riscos e Garantias Contratuais. *In*: FERNANDES, Wanderley (Coord.). **Contratos Empresariais: Fundamentos e Princípios dos Contratos Empresariais**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 393-414.

MOLINA, Fabiana Ricardo. **Do regime jurídico das debêntures**. 2019. 169 f. Dissertação (Mestrado em Direito) - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2019.

NEVES, José Roberto de Castro. **As Garantias do Cumprimento da Obrigação**. Revista da EMERJ, Rio de Janeiro, v. 11, n. 44, 2008.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil - Vol. IV / Atual**. Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 25 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

PINTO, Cristiano Vieira Sobral. **Direito Civil Sistematizado**. 5 ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Método, 2014.

SIFFERT FILHO, Nelson; PUGA, Fernando; FERREIRA, Tiago Toledo. **Infraestrutura e project finance: da teoria aos estudos de casos**. 1. ed. Curitiba: Appris, 2021.