



FACULDADE BAIANA DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

VITÓRIA CAROLINA DE MORAIS ALMEIDA

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES EM SOCIEDADES
LIMITADAS**

Salvador
2023

VITÓRIA CAROLINA DE MORAIS ALMEIDA

**A EMISSÃO DE DEBÊNTURES EM SOCIEDADES
LIMITADAS**

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Direito da Faculdade Baiana de Direito, como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em Direito.

Orientador: Professor Mestre Abelardo Sampaio

Salvador
2023

TERMO DE APROVAÇÃO

VITÓRIA CAROLINA DE MORAIS ALMEIDA

Monografia aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de bacharel em
Direito, Faculdade Baiana de Direito, pela seguinte banca examinadora:

Nome: _____

Titulação e Instituição: _____

Nome: _____

Titulação e Instituição: _____

Nome: _____

Titulação e Instituição: _____

Salvador, __ de _____ de 2023.

À memória de minha mãe Maria Nazaré que, de algum modo, se fez presente nesta jornada, ainda que espiritualmente.

AGRADECIMENTOS

Aproveito esse espaço para registrar neste trabalho meus sinceros agradecimentos a cada um que me motiva a continuar lutando pelos meus objetivos. Vocês são fonte de ânimo e alegria constantes. Desde já, muito obrigada.

À Terezinha e Cláudio agradeço por todos os incentivos destinados à minha educação, os quais nunca foram poupados, e por sempre acreditarem em mim. Meus pais, nada seria possível sem vocês!

À Maria Nazaré de Moraes Almeida, quem me deu a vida, mas infelizmente já não se encontra mais entre nós.

Aos meus amigos do Colégio Antônio Vieira que se fizeram presentes desde o início dessa jornada, sempre me impulsionando a buscar a minha melhor versão na graduação e também fora dela.

Aos meus amigos da Arbitragem Baiana: Maria Eduarda, Giovanna, Nicole, João Pedro, Darlei, Catherine e Paula, por compartilharem comigo amizades tão genuínas e serem uma linda rede de apoio ao meu desenvolvimento pessoal e profissional.

À João Victor Rodrigues Mafra e à Maurício Dantas Góes e Góes e a todos do Lapa Góes e Góes Advogados, pelo cuidado e paciência durante a experiência de estágio.

Ao professor Ruy Andrade que despertou em mim o fascínio pelo direito societário e me convidou a refletir sobre o objeto de pesquisa escolhido.

Por fim, ao meu orientador, Abelardo Sampaio, por toda a ajuda e disponibilidade para estar ao meu lado na escrita do texto.

“Todas as famílias felizes se parecem, cada família infeliz é infeliz à sua maneira.”

Liev Tolstói

RESUMO

A presente monografia teve como principal foco analisar a possibilidade da emissão de debêntures por sociedades empresárias limitadas. Em face da necessidade de estímulo da atividade empresarial brasileira, a debênture surge como um valor mobiliário interessante ao financiamento de sociedades de pequeno e médio porte. Contudo, a falta de previsão legal, as omissões dos órgãos reguladores, e posicionamentos arbitrários das Juntas Comerciais, impossibilitam a sociedade limitada de emitir debêntures. Para tanto, urge a necessidade de uma normatização que privilegie este tipo societário no mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: debênture, valor mobiliário, sociedade limitada, sociedade anônima, título de dívida, mercado de capitais.

ABSTRACT

The main focus of this monograph was to analyze the possibility of issuing debentures by limited liability companies. In view of the need to stimulate Brazilian business activity, the debenture appears as an interesting security for financing small and medium-sized companies. However, the lack of legal provision, the omissions of the regulatory bodies, and arbitrary positions of the Commercial Boards, make it impossible for the limited liability company to issue debentures. Therefore, there is an urgent need for a standardization that favors this type of company in the Brazilian capital market.

Keywords: debenture, liability companies, capital market, financing, small business.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central
CF	Constituição Federal
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DREI	Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração
IN	Instrução Normativa
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
PL	Projeto de Lei
CPC	Código de Processo Civil
CC	Código Civil
JUCESP	Junta Comercial do Estado de São Paulo
JUCERJA	Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro
LSA	Lei de Sociedades Anônimas
PIB	Produto Interno Bruto
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SND	Sistema Nacional de Debêntures
NMRF	Novo Mercado de Renda Fixa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 A EMISSÃO DAS DEBÊNTURES NO BRASIL COMO HIPÓTESE EXCLUSIVA DE APLICAÇÃO ÀS SOCIEDADES ANÔNIMA	14
2.1 DEFINIÇÃO, NATUREZA JURÍDICA E FUNÇÃO DAS DEBÊNTURES.....	14
2.2 ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES ESTABELECIDAS PELA LEI FEDERAL Nº 6.404/76 QUANTO ÀS DEBÊNTURES.....	18
2.2.1 Do procedimento de criação e emissão: notas gerais	19
2.2.2 Perspectivas quanto à forma e a propriedade	21
2.2.3 Colocação e circulação das debêntures	23
2.3 AS DEBÊNTURES COMO (MAIS UM) MODELO DE VIABILIZAÇÃO EMPRESARIAL NO CONTEXTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	24
3 O NECESSÁRIO LIAME ENTRE AS SOCIEDADES LIMITADAS E SUAS FORMAS DE INVESTIMENTO PARA A PROMOÇÃO DO DESENVOLVIMENTO NACIONAL	29
3.1 A QUANTIDADE DE SOCIEDADES LIMITADAS COMO FATOR DE FUNDAMENTAÇÃO DA SUA IMPORTÂNCIA SOCIETÁRIA.....	29
3.2 DOS MEIOS DE INVESTIMENTO ATUALMENTE EXISTENTES PARA AS SOCIEDADES LIMITADAS.....	32
3.2.1. O mútuo bancário	34
3.2.2 O mútuo conversível	36
3.2.3 A (novíssima) aplicabilidade da nota comercial no ordenamento jurídico brasileiro e suas limitações práticas	40
3.3 A INSUFICIÊNCIA DOS MEIOS DE INVESTIMENTO ATUAIS PARA O CONTORNO ECONÔMICO DAS SOCIEDADES LIMITADAS	43
4 A POSSIBILIDADE DE EMISSÃO DAS DEBÊNTURES EM SOCIEDADES LIMITADAS	47
4.1 AS PRINCIPAIS BARREIRAS JURÍDICO-LEGAIS PARA A EMISSÃO DAS DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS.....	48
4.1.1 O posicionamento da doutrina	48
4.1.2 O posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários	53

4.1.3 O posicionamento contrário estabelecido em precedentes das Juntas Comerciais.....	55
4.1.4. O Projeto de Lei que tramita no Congresso Nacional.....	57
4.2 A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA COMO SINAL DE UMA HERMENÊUTICA JURÍDICA QUE PRIVILEGIA A AUTONOMIA PRIVADA DAS PARTES.....	59
4.3 A ELEVADA IMPORTÂNCIA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES EM SOCIEDADES LIMITADAS	62
5 CONCLUSÃO	66
REFERÊNCIAS	

1 INTRODUÇÃO

A debênture é condicionada como um dos mais importantes títulos de dívida da contemporaneidade, amplamente comercializada no mercado de capitais brasileiro e regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia que disciplina, fiscaliza e desenvolve este mercado. Até se tornar um produto financeiro disponível aos investidores, a debênture precisa passar por algumas etapas, sendo elas a emissão, a colocação e a circulação, com seu rito pormenorizado pelo Capítulo V da Lei 6.404/1976 (Lei de Sociedades Anônimas).

Quanto à sua forma, as debêntures deverão ser nominativas, aplicando-se as mesmas disposições relativas à forma, propriedade, circulação e constituição de ônus do regime das ações, além disso, poderão ser constituídas com garantia ou não. Não obstante, a debênture, além de um valor mobiliário disposto no rol da Lei 6.385/1976, também é vista como um título de crédito, por alguma parte da doutrina, e como um título executivo extrajudicial.

O fato é que a debênture é título que permite a execução de negócios jurídicos diversos, em razão da sua alta capacidade de flexibilização, protagonizando os interesses da sociedade emissora e dos investidores, caso a caso, todavia, trata-se de um produto financeiro que, atualmente, só está disponível ao investimento nas sociedades por ações. Isso porque, não há regulamentação expressa sobre a possibilidade de emissão de debêntures por outros tipos societários e as Juntas Comerciais se negam a realizar o registro da emissão.

Desta forma, considerando que, por outro lado, as sociedades limitadas são o tipo societário com maior número de sociedades empresárias ativas no Brasil, é essencial se pensar em modelos de financiamento que prestigiem o fomento à pesquisa, inovação e tecnologia nessas empresas. Foram analisados os principais meios de investimento disponíveis ao contexto das limitadas, sendo eles o mútuo bancário, o mútuo conversível e a nota comercial (*comercial paper*).

Ainda que existam tais maneiras das limitadas serem financiadas por terceiros, é latente a sua dificuldade de adentrar ao mercado de capitais, posto que, as sociedades limitadas ainda são constantemente vistas como entes de segunda

classe. Portanto, em razão da quantidade e influência das sociedades empresárias limitadas na economia brasileira, faz-se clara a necessidade de reformas estruturais que estimulem o empreendedorismo.

Considerando o que foi pretextado, despontam as seguintes indagações: a Lei Federal nº 6.404/1976 estabelece uma normatização ao mercado de debêntures exclusiva às sociedades por ações? Os meios de financiamento disponíveis às sociedades limitadas são suficientes considerando o seu contorno econômico no cenário da atividade empresarial brasileira? A emissão de debêntures por sociedades limitadas seria possível sem a existência de uma regulação expressa? Qual o papel da Liberdade Econômica na facilitação da hipótese?

O trabalho enfatizará a importância das sociedades empresárias limitadas para o desenvolvimento nacional brasileiro, em geral, e da possibilidade da emissão de debêntures por outros tipos societários, em particular, para promover o exame de até qual ponto de suas aplicabilidades encontram consonância com o regime trazido pela Lei 6.404/1976. Esta base norteará todo o trabalho monográfico, a partir de uma análise das reais implicações práticas e jurídicas que impossibilitam a emissão de debêntures por sociedades limitadas.

O debate reveste-se de sensível importância científica, haja vista que, existem inúmeros fundamentos trazidos por doutrina, e outrora, se evidencia uma iniciativa parlamentar tratando da hipótese que permeia a construção deste trabalho. De outro lado, uma minoria marginalizada de doutrinadores apresenta posicionamentos contrários, pautando-se em prerrogativas que já foram superadas.

Não obstante, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI) ainda não se manifestaram expressamente sobre o tema. Logo, a omissão normativa deve prestigiar o exercício da autonomia privada das partes, sendo incoerente que a falta de regulação seja interpretada como uma proibição legal, entendimento reverberado por alguns doutrinadores e pela Junta Comercial do Estado de São Paulo e pela Junta Comercial do Rio de Janeiro.

Assim sendo, a debênture é vista como uma importante estrutura de dívida compartilhada, a qual merece ser prestigiada e enaltecida, sobretudo em razão dos resultados exponenciais apresentados nos últimos tempos. Para tanto, a entrada das

sociedades limitadas neste mercado mostra-se como um caminho promissor, pois essas representam $\frac{1}{4}$ das sociedades ativas no cenário econômico brasileiro.

Desta maneira, investigar-se-á todos os óbices levantados para a emissão de debêntures por sociedades limitadas, sendo eles entendimentos doutrinários, pareceres emitidos por Juntas Comerciais e inconsistências na regulação da CVM. Ao final, será examinado o papel da Lei de Liberdade Econômica no movimento de desburocratização da atividade empresarial brasileira, conjecturando a viabilidade da emissão de debêntures a partir de lógica que privilegie a autonomia privada das partes.

Outro ponto que será abordado é a viabilidade econômica da sociedade emissora para emitir debênture, visto que esta deverá atender a regulação pertinente e provar possuir as condições necessárias para honrar os seus compromissos financeiros. A investigação baseia-se na estrutura social como um fator que impossibilita, ou não, a emissão de debêntures em sociedades empresárias limitadas.

Após as supracitadas investigações acerca do mercado debenturístico e o seu funcionamento no contexto das sociedades limitadas, será evidenciada uma proposta de normatização de tal possibilidade, a partir do Projeto de Lei que tramita no Congresso Nacional e uma sugestão apresentada pelo doutrinador José Romeu Garcia do Amaral.

Deste modo, chegar-se-á ao epílogo dos efeitos desta normatização e de que maneira a mesma consubstancia, ou não, uma perspectiva necessária ao enfrentamento dos obstáculos apresentados até o momento.

2 A EMISSÃO DAS DEBÊNTURES NO BRASIL COMO HIPÓTESE EXCLUSIVA DE APLICAÇÃO ÀS SOCIEDADES ANÔNIMA

2.1 DEFINIÇÃO, NATUREZA JURÍDICA E FUNÇÃO DAS DEBÊNTURES

A emissão de debêntures é um importante instrumento de financiamento do mercado de dívida das sociedades empresárias, trata-se de operação financeira corriqueira na vida de muitas empresas, com regulação muito bem estabelecida pela Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas). No Brasil, a prática está diretamente vinculada à chegada da família real portuguesa, em especial ao momento de estabelecimento da indústria e comércio na colônia portuguesa (AMARAL, 2016, p. 26).

Ainda no raciocínio do autor, presume-se que a debênture começou a ser transferida, promovendo o giro do capital, a partir de meados de 1808, como um título privado que garantia a existência de uma dívida. Portanto, trata-se de instrumento secular, de extrema relevância no mercado de crédito brasileiro, apresentando resultados competitivos até os dias atuais.

Assim, quanto ao mercado de valores mobiliários no Brasil, este é regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia que tem competência para exigir que sociedades emissoras de debêntures se constituam na forma de uma sociedade por ações (art. 2º, I da Lei de Valores Mobiliários)¹. Contudo, o autor José Romeu (2016, p. 162) salienta que o art. 2º, §2, Lei 6.385/76 deixa nítido a possibilidade de outros tipos societários, além das sociedades anônimas, emitirem valores mobiliários, inclusive debêntures, consumando que a Lei do Mercado de Valores Mobiliários é favorável à tal hipótese.

De outro ângulo, os posicionamentos de alguns doutrinadores, e das Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro, se encarregam de trazer a constituição da sociedade por ações como uma premissa para emitir debênture. A problemática influi em uma questão de política regulatória e não uma incompatibilidade gênica (PITTA, 2013, p. 526), por isso, merece ser investigada, visto que, as sociedades

¹ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição.

limitadas sofrem a partir de dificuldades de obter investimento no cenário econômico atual.

Para José Romeu (2016, p. 50), a debênture é um valor mobiliário que se baseia na teoria do mútuo, em uma lógica similar à do contrato de mútuo conversível, a partir da formalização de um empréstimo entre credor e debenturista, partindo de uma tradicional relação de crédito e débito. Dessa forma, emitir debênture nada mais significa que emitir uma obrigação de pagamento, com todas as condições estipuladas na sua escritura, a qual deve ser a mais transparente possível.

Com base na classificação oficial da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2018, p. 3), a debênture é um valor mobiliário (art. 2º, Inciso I, Lei 6.385/1976); um título de crédito (art. 52, Lei 6.404/1976) ²e ainda um título executivo extrajudicial (CPC, art. 784, I).³ São diferentes nomenclaturas que reverberam em um único sentido, fato é que a debênture incorpora o direito de receber determinado valor, quase sempre em dinheiro, da companhia emissora, na data do pagamento, conforme condições estabelecidas na escritura.

A Lei 10.198/01, em seu art. 1º,⁴ estabelece que, constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. A classificação refere-se à títulos de oferta pública, porém, ilustra bem os tipos de direito que podem advir do crédito debenturista.

Assim, conforme evidencia a Comissão de Valores Mobiliários (2019, p. 71), destaca-se que tal classificação não serve para captações realizadas por entes governamentais, pois esses títulos nunca estarão sob a guarda da CVM. Isto é, os instrumentos da dívida pública federal, estadual ou municipal, não poderão ser

² Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

³ Art. 784. São títulos executivos extrajudiciais: II - a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata, a debênture e o cheque.

⁴ Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

considerados valores mobiliários, visto que, a classificação é exclusiva do mercado de investimento privado.

Quanto à definição do conceito de título de crédito, este é, sem dúvidas, um dos mais explorados na doutrina empresarialista, posto a sua importância no exercício da atividade comercial. Segundo André Santa Cruz (2009, p. 232), os títulos de crédito são documentos formais e bens móveis que se sujeitam à princípios específicos, como a cartularidade, a literalidade e a autonomia e tais características podem ser vislumbradas na debênture, tornando a classificação uma das mais controversas da doutrina brasileira.

Quanto a definição do conceito de título executivo extrajudicial, esta não costuma deixar entrelinhas, ao adquirir a debênture, o investidor torna-se credor da sociedade emissora, pois dispõe de um título executivo extrajudicial, qual seja, a escritura de emissão, um título executivo como qualquer outro, com previsão expressa no art. 784, inciso I do CPC (DIDIER, 2023, p. 293).

Para Túlio Ascarelli (2009, p. 519) a debênture também poderá servir como um instrumento de dação em pagamento, visto que, a causalidade do título é justamente o pagamento de uma dívida. Trata-se da primeira diferença a ser mencionada entre a debênture e o contrato de mútuo, já que o segundo sempre fará as honras de um empréstimo, enquanto, a debênture poderá ser utilizada para objetivos diversos da sociedade emissora.

O autor Fábio Ulhoa (2016, p. 153) defende que valores mobiliários e títulos de crédito são institutos que não se confundem, posto que, o título de crédito tem características específicas que não podem ser vislumbradas em todos os valores mobiliários, como a executividade, a cartularidade, a literalidade e a autonomia das obrigações. Essa parece ser a opinião mais aceita na doutrina, apesar do enquadramento da debênture como título de crédito ainda se fazer presente em algumas obras.

Ainda no mesmo raciocínio, o doutrinador classifica a relação entre os institutos em três hipóteses, sendo elas a 1ª) há valores mobiliários que não são títulos de crédito; 2ª) há títulos de crédito que podem se tornar valores mobiliários e 3ª) títulos de crédito que não podem se tornar valores mobiliários em razão da sua estrutura, sendo a debênture classificada na primeira hipótese diante da falta dos requisitos do título de crédito.

Analogamente, Modesto Carvalhosa (2007, p. 30) preceitua que a debênture poderá ser utilizada como um instrumento de transação ou novação de dívidas anteriores da companhia emissora, se distanciando mais uma vez do contrato de mútuo. Neste caso, não haveria a entrada de nenhum recurso financeiro no caixa da sociedade emissora, a debênture seria meramente um instrumento facilitador da negociação de um débito, o que torna evidente a extensão das suas amplas possibilidades.

Portanto, o investidor que deseja adentrar ao mercado de capitais, contudo, não a partir de um título de acionista, poderá optar por assumir a posição de mero credor da sociedade, por meio de um empréstimo realizado com a compra de uma debênture (TOMAZETTE, 2022, p. 491). Nesta perspectiva, tal investimento mostra-se como alternativa mais conservadora e menos arriscada em comparação à compra de participações societárias.

Deste modo, em razão da sua natureza pluralizada, a debênture possibilita a execução de negócios jurídicos diversos, sempre guiada a partir do interesse da companhia emissora, a qual deve utilizar-se de boas estratégias para obter o investimento almejado. De qualquer modo, trata-se do investimento ideal para operações de médio e longo prazo, em razão da segurança garantida pela escritura de emissão.

Conforme explicita José Romeu (2016, p. 190), o mercado de debêntures é um espaço com muita abertura à criatividade, sendo possível a sua utilização em uma série de operações junto à terceiros, inclusive em reorganizações societárias complexas. Assim, pontua-se que uma das maiores qualidades do título é justamente a sua maleabilidade, a debênture é capaz de moldar-se à interesses diversos, sejam interesses das sociedades ou de investidores.

Na visão de Marlon Tomazette (2022, p. 492), a comercialização de debêntures é mecanismo muito eficiente, na medida em que possibilita a obtenção de altos recursos distribuídos por muitos investidores, além de apresentar importantes vantagens fiscais, como a correção monetária permitida com qualquer índice, desde que não haja vedação. Em um cenário de alta instabilidade econômica, o investimento por meio de debêntures é visto com bons olhos por investidores, sobretudo estrangeiros, pelas amplas possibilidades de adequação do título.

Outrossim, outra vantagem das debêntures é a possibilidade de participação nos lucros da sociedade, condicionada ao sucesso da companhia, vantagem esta a que é considerada um grande risco por muitos investidores, os quais ainda preferem a atribuição de juros ao investimento, posto que, estes são devidos independente do resultado da atividade econômica da companhia (TOMAZETTE, 2022, p. 497-498). No caso das Lojas Americanas, à exemplo, seria muito mais benéfico aos investidores optar pela não participação nos lucros, em razão dos prejuízos sofridos recentemente pela companhia.

Em síntese, enquanto a natureza da debênture é plural, a sua função principal é servir de instrumento para os empréstimos financeiros realizados no mercado de renda fixa, comumente, como título sempre de médio ou longo prazo. A debênture poderá ser emitida por companhia aberta ou fechada, sendo que, em caso de colocação pública, a companhia tem o dever de fornecer todas as informações cabíveis à CVM, nos exatos termos de suas Leis (LAMY; FILHO, 2017, p. 425).

2.2 ANÁLISE DAS DISPOSIÇÕES ESTABELECIDAS PELA LEI FEDERAL Nº 6.404/76 QUANTO ÀS DEBÊNTURES

A *posteriori* explicitação do conceito, natureza e função da debênture, tem-se como amplamente necessário explicar de que maneira(s) a Lei Federal nº 6.404/76 trata o instituto, aclarando o aprofundamento temático que será realizado no capítulo 3. Para isso, o foco será a investigação da realidade prática da emissão de debêntures, e o presente capítulo facilitará que sejam compreendidas as principais previsões normativas que regulam essa operação cotidiana no mercado de emissão de dívidas.

Para fins introdutórios, manifesta-se que a Lei de Sociedades Anônimas destina o seu Capítulo V para a regulação das debêntures, a partir do art. 52, o qual estabelece que “a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”. É incontroverso o direito de crédito que a debênture representa, sendo indispensável a sua delimitação nos exatos termos da escritura de emissão.

Em seguida, na Seção I, são trazidos os direitos dos debenturistas. É importante esclarecer que o debenturista, ao contrário do acionista, tem uma data de saída da

sociedade - a data do vencimento do título. Por isto, é essencial que conheça os seus direitos, e sobretudo a sociedade em que está investindo, para que faça uma boa passagem na companhia.

Na Seção II, que não é o foco deste capítulo, são trazidas as principais espécies de debêntures, que giram em torno da garantia de natureza opcional. Nesse sentido, a emissão com ou sem garantia dependerá, sobretudo, da quantidade de risco que a companhia está disposta a tomar, e ainda, das suas circunstâncias para o momento da emissão.

2.2.1 Do procedimento de criação e emissão: notas gerais

Sucessivamente, a Seção III trata da criação e emissão de debêntures. À primeira vista, tem-se a sensação de que o legislador buscou utilizar as expressões como sinônimas, contudo, é imprescindível delimitar as diferenças entre essas duas etapas do surgimento deste valor mobiliário.

A criação é um negócio jurídico de competência privativa da Assembleia Geral, órgão societário que reúne os votos dos acionistas em decisões de elevada importância para a companhia. A exceção é trazida pelo art. 59, §1, LSA,⁵ que estabelece para as companhias abertas a possibilidade da deliberação sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações pelo Conselho de Administração, salvo disposição estatutária em sentido contrário.

Por outro lado, a emissão é a lavratura da escritura, com o cumprimento dos requisitos essenciais para a regularização da debênture, que decorre do ato de criação da debênture. Dessa forma, a criação seria o mero projeto da emissão, advindo sempre de um ato assemblear, enquanto a emissão é sempre ato posterior, formalizando o início da vida jurídica da debênture (AMARAL, 2016, p. 82-83).

Desta maneira, a deliberação assemblear da emissão (criação da debênture) deve seguir todas as exigências do art. 59 da Lei de Sociedades Anônimas, como a

⁵ Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: § 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.

determinar a fixação do valor da emissão, o valor nominal, as garantias (se houver), a conversibilidade em ações (se houver), as condições de vencimento, amortização, resgate, dentre outros elementos. É o momento que a companhia tem para projetar como será a emissão, nos moldes dos seus interesses, dentro do que é estabelecido pela Lei Federal nº 6.404/1976.

Apesar da competência originária da Assembleia, por força de lei (art. 59, §1º, LSA) ou por disposição estatutária (art. 59, §2, LSA), ⁶o Conselho de Administração poderá receber competências delegadas sobretudo na operacionalização da emissão de debêntures (CAMPINHO, 2018, p. 153). Conforme José Romeu (2016, p. 85), a LSA não é clara a respeito do órgão que deverá elaborar e firmar a escritura de emissão, visto que o caput do art. 61⁷ se refere meramente à “companhia”.

Conforme evidencia Carvalhosa (2009, p. 709), a delegação de poderes ao Conselho de Administração baseia-se na discricionariedade da Administração para constatar determinadas condições da escritura de emissão. Todavia, a Lei é clara ao estabelecer que nenhuma emissão será válida sem que a Assembleia delibere, sendo, de suma importância, que todas as etapas para a existência da debênture sejam observadas com muita cautela pela sociedade emissora.

Ainda no mesmo raciocínio, a criação, a emissão da debênture poderão ser pública ou privada - logicamente, sociedades anônimas fechadas não poderão realizar a emissão pública de debêntures. No entanto, apesar de não necessitar da autorização prévia da CVM como a companhia aberta necessitaria, a sociedade anônima de capital fechado deve comunicar ao órgão regulador que realizará uma emissão de debêntures para que a autarquia tenha conhecimento da totalidade das emissões realizadas.

A escritura de emissão é o documento capaz de provar a existência jurídica da debênture, visto que deverá ser sempre assinada pelos representantes legais e pelo agente fiduciário, se houver, da companhia emissora. Conforme preceitua Fabiana Molina (2019, p. 97), a escritura de emissão é uma declaração unilateral da vontade

⁶ § 2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas.

⁷ Art. 61. A companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições.

da companhia que especifica as deliberações ocorridas no seio da Assembleia ou do Conselho de Administração, de acordo com o caso.

Além disso, vale mencionar que, em suas escrituras, a debênture poderá conter previsões específicas denominadas de *covenants*, gênero que compõe duas espécies, a *restrictive covenant* (compromisso restritivo) e a *protective covenant* (obrigação de proteção). As *covenants* são obrigações financeiras que se baseiam no grau de endividamento da sociedade emissora ou do impedimento desta contrair novas obrigações, a fim de oferecer mais segurança ao investidor na sua tomada de decisão (MOLINA, 2019, p. 98).

A Comissão de Valores Mobiliários poderá aprovar determinados padrões de cláusulas a serem adotadas nas escrituras de emissão, mas apenas se a debênture for negociada na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, neste caso, poderá inclusive recusar a emissão de debêntures que não atendam à determinadas condições essenciais à emissão do título (MAMEDE, 2017, p. 134). Isso porque, é de sua responsabilidade regular o mercado de debêntures, realizando alguns tipos de fiscalização, sempre com intuito de zelar pela legalidade desse sistema financeiro.

2.2.2 Perspectivas quanto à forma e a propriedade

Adiante, além das formalidades exigidas pela CVM, a companhia precisará atender outras três etapas antes da subscrição das debêntures, sendo elas o registro da escritura de emissão na Junta Comercial, a publicação da ata da reunião que deliberou os aspectos da emissão e a inscrição da garantia (se houver). Salienta-se que a precipitação da circulação das debêntures, antes da observância dessas etapas, poderá custar caro para a sociedade no futuro (COELHO, 2016, p. 157).

No que se refere à forma, o caput do art. 63 da Lei de Sociedades Anônimas⁸ estabelece que as debêntures serão nominativas, aplicando-se, no que couber, o disposto nas seções V a VII do Capítulo III da Lei de Sociedades Anônimas. Portanto, aplicam-se as mesmas disposições relativas à forma, propriedade, circulação e

⁸Art. 63. As debêntures serão nominativas, aplicando-se, no que couber, o disposto nas seções V a VII do Capítulo III.

constituição de ônus referente ao regime das ações, a partir de uma facilitação criada pelo legislador.

Logo, até o ano de 2011, a emissão de debênture tinha como pressuposto a abertura de dois livros, o “Registro de Debêntures Nominativas” e a “Transferência de Debêntures Nominativas” para a realização do registro da escritura de debênture. Neste caso, a propriedade da debênture residia na inscrição do debenturista nesses dois livros, contudo, os avanços tecnológicos substituíram esse procedimento por registros mecanizados diretamente no portal de serviços do site do Governo Federal, fazendo prevalecer a debênture nominativa escritural como regra.

Em termos práticos, o solicitante do registro da escritura de debênture deverá realizar um requerimento eletrônico com todas as informações requeridas pela Junta Comercial, mediante o pagamento de uma taxa, sendo gerado um certificado. A exceção dessa regra é a debênture nominativa escritural mantida em contas de custódia, neste caso, sem emissão de certificado, na forma do art. 63, §2 da LSA, ^[10]a chamada custódia fungível, que tem como intuito viabilizar a negociação em mercados de balcões e/ou bolsa de valores (LAMY; FILHO, 2017, p. 451).

A dispensa do certificado apresenta-se como um ponto de discussão na doutrina, visto que, comprometeria diretamente a cartularidade da debênture. Não obstante, em contraponto a delimitação da debênture como um título de crédito, preceitua Fábio Ulhoa (2016, p. 153) que o princípio da autonomia também é estranho ao regime jurídico das debêntures, visto que um ato eivado de vício (ex. falsificação da assinatura do acionista) comprometeria toda a cadeia de negociação, ou seja, os direitos estipulados na emissão não se transferem autonomamente como ocorre no seio das relações cambiais.

Por fim, outro ponto crucial para definir o formato da debênture é a sua gestão compartilhada entre a Assembleia e o agente fiduciário. Segundo Ricardo Negrão (2019, p. 473), o agente fiduciário é o representante da comunhão dos debenturistas, com importância inestimável na proteção dos interesses debenturísticos, elaborando relatórios anuais e com previsão detalhada no art. 66 da Lei de Sociedades Anônimas.

2.2.3 Colocação e circulação das debêntures

Apesar da Seção IV do Capítulo V da Lei de Sociedades Anônimas se referir a “circulação” das debêntures, a norma não detalha como deve ocorrer esta etapa, nem como deve se dar a circulação como etapa seguinte. Por isto, faz-se imprescindível recorrer à doutrina a fim de compreender como funciona essa comercialização das debêntures no mercado de títulos privados.

Primeiramente, no que toca à colocação, apesar da nomenclatura pouco clara, José Romeu (2016, p. 90) estabelece que a colocação nada mais é que a subscrição do título, que não deve ser confundida com a entrada de recursos no caixa da sociedade. Mesmo porque, isto seria simplesmente considerar a colocação dada como cumprida apenas na hipótese do pagamento à vista, entretanto, sabe-se que é de praxe a integralização parcelada do valor pago pela debênture, o que tornaria o problema muito mais complexo.

A doutrina francesa citada pelo autor (AMARAL, 2016, p. 91-92) determina que os títulos possuem existência legal a partir da emissão, contudo, a validade estaria condicionada à colocação factual da debênture nas mãos do terceiro investidor. Em outras palavras, a escritura de debênture só estaria apta a produzir os seus efeitos ao ser transferida para a posse do comprador, mas até a chegada deste momento, a debênture seria a mera formalização da dívida em um pedaço de “papel” ou arquivo digital, para os dias atuais.

A colocação poderá ser advinda de uma emissão pública ou privada e três elementos precisam ser observados, quais sejam, o ofertante, os destinatários e os meios/processos empregados para a colocação dos títulos de dívida (CAMPINHO, 2018, p. 154). A ofertante é sempre a companhia emissora, sendo que, na forma do art. 19, §2º da Lei 6.385/76,⁹ equiparam-se a ela o acionista controlador e demais figuras que por ele sejam controladas, como coobrigados no título, também as instituições financeiras e demais sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários que tenha realizado a subscrição.

⁹Art . 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 2º A escritura de emissão pode estabelecer que as debêntures sejam mantidas em contas de custódia, em nome de seus titulares, na instituição que designar, sem emissão de certificados, aplicando-se, no que couber, o disposto no art. 41.

Em seguida, vale salientar que, a circulação está diretamente conectada à liquidez do Mercado de Renda Fixa brasileiro, ou seja, à capacidade de realização de trocas financeiras. As debêntures, para circularem como ativos, dependem intrinsecamente da liquidez deste mercado, não se limitando à colocação primária, o terceiro é apto a repassar o título antes do prazo de vencimento (AMARAL, 2016, p. 93) - portanto, sem liquidez, todo o processo estaria comprometido, de nada adiantaria emitir debêntures que não circulam bem, afinal, o investimento tem que ser atrativo.

A Comissão de Valores Mobiliários tem o dever de regular esse sistema de trocas, na promoção do processo de “*disclosure*”, retirando das mãos do Estado o poder de aprovar ou recusar o registro da emissão pública de debêntures. Por outro lado, o exame do mérito do empreendimento é exclusivo dos investidores, que a partir das informações prestadas, de forma transparente, devem decidir se desejam adquirir ou não os valores ofertados pela companhia (EZIRIK, 1995, p. 4).

De acordo com Fabiana Molina (2019, p. 101), em razão da agilidade das relações jurídicas que ocorrem no Mercado de Capitais, é inimaginável que a transferência de debêntures se sujeite aos antigos registros manuais na sede das companhias, trata-se de prerrogativa que se encontra ultrapassada em face dos adventos do mundo hiper conectado. Portanto, é esperado que todos os registros de emissão de debêntures se tornem digitalizados.

Conforme estabelece a Comissão de Valores Mobiliários (2019, p. 74), ao adquirir a debênture o debenturista está emprestando o seu capital para a companhia, que se compromete a devolver os valores emprestados com juros por esta operação, sempre na data do vencimento e/ou mediante amortizações. Logo, apesar de ser um investimento de médio ou longo prazo, a negociação precisa ser ágil, visto que, mudanças abruptas de cenários podem redirecionar a tomada de decisão em desfavor da companhia.

2.3 AS DEBÊNTURES COMO (MAIS UM) MODELO DE VIABILIZAÇÃO EMPRESARIAL NO CONTEXTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

É fato incontroverso que, sem o suporte oferecido pelos valores mobiliários, a obtenção de recursos pelas sociedades seria muito penosa ou até mesmo impossível

de ser realizada (TOMAZETTE, 2022, p. 429), sobretudo em países como o Brasil, com juros elevados e altas dificuldades de aquisição de crédito. Contudo, as sociedades que participam deste mercado parecem usufruir muito bem das suas possibilidades, principalmente as sociedades anônimas que realizam a emissão de debêntures.

Não obstante, outro argumento utilizado pelos defensores da emissão de debêntures exclusiva nas sociedades por ações seria a falta de regulação expressa da Comissão de Valores Mobiliários. Até 02 de Janeiro de 2023, as Instruções Normativas nº 400 e nº 476 eram as principais regulações da emissão de valores mobiliários, inclusive debêntures, sendo que nenhuma das duas mencionava a possibilidade da emissão de debêntures por outros tipos societários, como limitadas e cooperativas.

Entretanto, a Resolução 160 revogou as referidas Instruções, constituindo nova regulação sobre as ofertas públicas de distribuição primária e secundária de valores mobiliários, além das pertinentes negociações nos mercados regulamentados. Infelizmente, a omissão quanto à emissão de debêntures por limitadas se manteve, como se, de fato, a sociedade limitada fosse um ente de segunda classe que não merecesse a referência.

Assim sendo, sob a ótica do funcionamento das sociedades por ações, e das demais empresas que participam do mercado de valores mobiliários, a debênture mostra-se como opção de crédito ampla, rápida e flexível. Nas palavras de Marlon Tomazette (2022, p. 429), a sociedade anônima é o grande instrumento do capitalismo justamente pelas suas amplas possibilidades de emissão de títulos de dívida, estimulantes à liquidez do crédito.

De acordo com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (2022, p. 01), o volume de emissão de debêntures representou 51% do total de R\$ 444 bilhões de reais arrecadados no ano de 2022, o que equivale a cerca de R\$ 226,3 bilhões de reais, em um claro movimento de predominância do mercado de renda fixa. Para exemplificar, apenas no mês de outubro de 2022, 21 bilhões de reais foram arrecadados no mercado de debêntures, o que representa um altíssimo investimento em sociedades por ações.

O ano de 2012 marcou o início de um movimento de inversão da proporção de emissão de debêntures em relação à emissão de ações (ANBIMA, 2013, p. 01), sendo

o mesmo ano de entrada em vigor do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa. Conforme José Romeu (2016, p. 156), o objetivo do código foi dar mais transparência ao mercado, a partir de uma iniciativa de criação jurídica do Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF) no Brasil.

A iniciativa foi louvável, contudo, para o autor (2016, p. 158), gerou resultados práticos bem inferiores ao que se esperava, persistindo-se a imensa dificuldade de geração de liquidez. De todo modo, é fato notório que o aumento das ofertas de debêntures no mercado primário, e no secundário, marcaram os últimos anos do investimento em renda fixa no Brasil, mesmo com apenas 184.568 sociedades anônimas em funcionamento e 70 sociedades em comandita por ações (GOV.BR, 2023, p. 01).

Deste modo, salientam Marcelo Godke Veiga e Erik Oioli (2013, p. 630-631) que o mercado bancário e de capitais são os entes que permitem que o dinheiro brasileiro circule, sendo que, no caso do mercado de capitais, a remuneração do investidor poderá ser baseada exclusivamente no desempenho econômico da companhia emissora. Portanto, pode-se dizer que, no mercado de capitais, e conseqüentemente no mercado de renda fixa, os títulos emitidos sofrem muito menos os impactos de instabilidades econômicas que sofrem os títulos públicos.

Na visão de Paula Silva de Carvalho (2017, p. 28), haveria uma relação de complementaridade entre o mercado bancário e o mercado de títulos de dívida, sendo a participação dos bancos fator essencial para realizar a avaliação de riscos e o monitoramento dos empréstimos via debênture. Entretanto, tal concepção parece obsoleta, visto que, hodiernamente, já existem instituições financeiras que se especializam em tais questões, não sendo esta uma atividade exclusiva das entidades bancárias.

Segundo o Boletim do 3º quadrimestre de 2022 do Mapa de Empresas, material elaborado pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços (2023, p. 11), a sociedade empresária limitada ocupa a primeira e segunda colocações do movimento de abertura de empresas, por tipo de empresa, no ano de 2022. *Vejam os:*

Tabela 11

Movimento de abertura de empresas por tipo de empresa em 2022.

	Empresas ativas	Empresas abertas	Varição em relação ao ano de 2021
GERAL	20.191.290	3.838.063	-4,8%
Empresário Individual (incluindo Microempreendedor Individual - MEI)	13.956.115	3.077.687	-6,2%
Sociedade Empresária Limitada	5.943.433	736.453	2,0%
Sociedade Anônima	184.568	13.150	-17,1%
Cooperativa	36.086	2.789	6,4%
Demais tipos de empresas ³	71.088	7.984	-6,6%

Assim como o MEI, a sociedade anônima, mesmo com todas as possibilidades de investimento proporcionadas pelo mercado de capitais, também registrou uma queda de na variação em relação ao ano de 2021, como indicado na tabela *supra*. De qualquer modo, o microempreendedor individual e a sociedade empresária limitada seguem liderando o *ranking*, constituindo mais da metade do número de empresas ativas, conforme dados evidenciados.

Neste caso, mesmo sendo uma sociedade de pequeno porte, a *startup* quando atinge o *market fit* do seu produto ou serviço, passa a crescer para atingir uma economia de escala e, nesta fase, é muito comum a busca por investimentos de terceiros (FEIGELSON; ERIK; FONSECA, 2019, p. 35). Para isto, o “*startupeiro*” precisará utilizar de mecanismos que garantam segurança ao investidor, sendo este um dos maiores desafios enfrentados por esse modelo de negócio, posto que, o risco é fator de grande ingerência nessas operações.

Não é proposta deste trabalho analisar o investimento realizado especificamente em startups, mas em sociedades limitadas de forma *lato sensu*, mesmo sabendo que muitas *startups* são constituídas como limitadas. As sociedades limitadas são aptas a emitir alguns títulos, tais quais letras de crédito, certificados de depósito bancário, e recentemente, a nota comercial trazida pela Lei 14.195/2021, mas nenhum deles oferecem às condições que oferece a debênture, como um mercado consolidado e com resultados exponenciais.

De fato, é imprescindível reconhecer que a sociedade limitada não possui o arcabouço jurídico-institucional para ter o capital pulverizado na forma da sociedade

anônima (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 645), mas os seus meios de captação de investimento não podem ser limitados. O autor Thales Janguê (2021, p. 176) evidencia, na sua dissertação de mestrado, casos de emissão de debêntures por companhias fechadas que se equiparariam à emissões em sociedades limitadas com regência supletiva pelas normas da Lei das S.A, mostrando ser plenamente possível tal conjectura.

Dessa forma, é possível vislumbrar imensas oportunidades para o fomento da captação de recursos via debênture, dentre elas, o investimento junto a pessoas naturais e por sociedades limitadas (MOLINA, 2019, p. 160). Isso porque, as sociedades limitadas, mesmo estando em maior número no rol de empresas ativas no Brasil, ainda recebem muito menos incentivos em comparação às sociedades por ações, tema que será abordado adiante.

3 O NECESSÁRIO LIAME ENTRE AS SOCIEDADES LIMITADAS E SUAS FORMAS DE INVESTIMENTO PARA A PROMOÇÃO DO DESENVOLVIMENTO NACIONAL

As sociedades limitadas são grandes impulsionadoras da abertura de empresas no Brasil, pois intensificam a atividade do setor comercial brasileiro, facilitando a criação de novos negócios, reduzindo o nível de desemprego, e, portanto, contribuindo para o desenvolvimento nacional. Neste cenário, o Direito Empresarial tem o encargo de prover a roupagem jurídica da atividade econômica brasileira, remodelando o mercado de investimento para que esse seja, de fato, útil ao progresso do setor de comércio.

Destarte, não apenas o número de empresas ativas é um aspecto relevante, no entanto, a influência das limitadas na geração de riquezas e promoção do PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro são fatores que evidenciam sua importância social, sendo um dos principais motivos, se não o principal, para que se busque modernizar e favorecer o investimento realizado por terceiros neste tipo societário.

A insuficiência de meios de investimento disponíveis às empresas de pequeno e médio porte retardam um esquentamento da atividade econômica brasileira, visto que essas são realmente o “motor” do terceiro setor, sendo inadmissível que não sejam encontradas outras formas de proporcionar a realização de aportes financeiros nessas empresas, de forma eficiente e conjecturando com o alto potencial de crescimento desses negócios.

3.1 A QUANTIDADE DE SOCIEDADES LIMITADAS COMO FATOR DE FUNDAMENTAÇÃO DA SUA IMPORTÂNCIA SOCIETÁRIA

No Brasil, as sociedades limitadas são incorporadas ao ordenamento jurídico pelo Decreto nº 3.708/1919, naquele momento, chamadas de “sociedades por quotas de responsabilidade limitada”. Conforme preceitua Thales Diniz (2022, p. 19), durante muito tempo, o Decreto foi severamente criticado pelo laconismo do seu texto, já que possuía tão somente 19 artigos, o que para muitos autores foi a razão principal da

brevidade perceptível no regime até os dias atuais, contudo, mesmo criticado, o Decreto perdurou vigente pelo tempo de 83 anos, em um momento marcado pela prevalência do contrato social como documento principal das estruturas sociais.

O Decreto nº 3.708/1919 foi revogado pelo Código Civil de 2002, sendo que a construção doutrinária e jurisprudencial nesse período foi tão vasta, que a sua materialidade permanece até os dias atuais. Mas não apenas isso, o aprimoramento desse regime é tão bem trabalhado que as sociedades limitadas se tornaram parte do dia a dia da população leiga em geral ante os benefícios que proporciona àqueles que decidem empreender sob esse regime.

Nas palavras de Henrique Avelino e Eduardo Goulart (2014, p. 172), denota-se a forte contribuição das sociedades empresárias limitadas ao fomento da economia, pois a menor burocracia do regime encoraja os cidadãos a arriscar-se na atividade comercial. Isso não quer dizer que a limitada será sempre uma “microssociedade”, composta por no máximo dois sócios e com baixo faturamento, mas possivelmente poderá sim se transformar em uma estrutura de maior porte, com pluralidade de sócios e altas movimentações financeiras (DE MELO, 2014, p. 41).

Isso porque, com o advento das novas tecnologias, os impactos do mundo globalizado e a possibilidade de pequenas empresas operarem uma grande linha de produção, por meio de modelos de negócios escaláveis, o tradicionalismo das grandes operações submissas de grandes estruturas sociais foram superadas (RODRIGUES; MENDONÇA, 2022, p. 202). As populares *startups* buscam realizar a sua operação em um tipo societário mais aberto, com abertura para a tomada de decisão movida por algumas mudanças repentinas, conforme os resultados alcançados progressivamente.

Neste cenário, um estudo sobre o capital social das empresas registradas na Junta Comercial do Estado de São Paulo constatou que as sociedades limitadas também constituem o tipo societário mais versátil, visto que atendem desde microempresas até sociedades de grande porte (GOUVÊA, 2013, p. 304). Portanto, percebe-se que, resta superada a limitação da sociedade limitada como um ente de pequena dimensão.

Ao mesmo tempo, o fomento à pesquisa, inovação e tecnologia mostra-se como interesses cada vez mais presentes no dia a dia empresarial, visto que o futuro

socioeconômico das empresas basear-se-á cada vez mais nos resultados dessas evidências (OLIVEIRA; NEVES; MORAIS, 2021, p. 23). Para tanto, a pesquisa mostra-se como uma ferramenta de suma importância ao aprimoramento dos dispositivos legais.

Por outro lado, segundo leciona Leonardo Barém Leite (2013, p. 668), a regulamentação excessiva do regime das limitadas retiraria dos sócios a liberdade para decidir a sobre algumas questões, como por exemplo, a vida útil da sociedade, sendo a maior qualidade deste regime justamente a notável flexibilidade do sistema. Dessa forma, ao que parece, a regulação do regime das sociedades limitadas no Brasil merece algumas reflexões, vista a importância da classe e a necessidade de aprimoramento de alguns pontos do sistema estabelecido pelo Código Civil de 2002.

O autor Leonardo Netto Parentoni (2019, p. 73) pontua que a CVM vem, gradativamente, decidindo que as sociedades limitadas podem realizar a oferta pública de algumas espécies de valores mobiliários, bem como receber aportes financeiros de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), todavia, as cotas de limitadas não integram essas possibilidades. A comercialização de quotas, assim como a emissão de debêntures, seriam ambas formas de alavancar os recursos financeiros da sociedade limitada, mas, nenhuma delas é expressamente permitida em nosso ordenamento.

Em síntese, o capital investido na emissão de debêntures concentra-se nas sociedades por ações, com 5.935.609 sociedades limitadas e 13.956.115 empresários individuais privados de adentrar ao mercado de debêntures (GOV.BR, 2023, p. 01). Inegavelmente, o bom funcionamento deste mercado é fator de extrema importância ao adequado financiamento empresarial e ao desenvolvimento econômico brasileiro (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 643).

Ao que estabelece Armando Luiz Rovai (2013, p. 274), quando descreve os maiores entraves do exercício da atividade empresarial brasileira, este aduz que é perceptível o estado de letargia empresarial, instalado por uma “burocratizante” cultura secular. Isso porque, o legislador brasileiro parece não visualizar a necessidade da mudança de algumas estruturas, principalmente no Direito Empresarial, provocando, nas palavras do autor, “entremeios desnecessários para agilização de serviços”.

É fato que as sociedades de responsabilidade limitada, sejam elas constituídas por apenas um sócio (sociedade unipessoal) ou por dois sócios, ou mais, são as maiores responsáveis pelo movimento da economia brasileira, e, portanto, devem ser objeto de algumas reflexões para que se viabilize outros mecanismos de financiamento destes tipos societários. A importância social destes entes deve ser o “motor” de mudanças legislativas, para que estes deixem de sofrer com tantos entraves criados inoportunamente.

Para tanto, o Direito deve ser pensado a partir da sua extrema importância na mitigação dos riscos dos investidores e fomento à indústria da inovação, não apenas como um mecanismo de controle (FONSECA; DOMINGUES, 2018, p. 348). Isto é, a importância social da sociedade limitada na atividade econômica brasileira deve impulsionar a criação de novos meios de transferência de renda, para que esse mercado se torne ainda mais aquecido.

O mercado de sociedades de pequeno e médio porte tem demandado por novas modalidades de financiamento como alternativas ao sistema bancário tradicional que, por muitas vezes, acaba sendo caro e restrito à certos perfis empresariais. Deste modo, sociedades limitadas, mesmo aquelas que apresentam alto potencial de crescimento, têm dificuldades de obter financiamentos privados devido ao alto grau de incertezas, e as possibilidades restritas de oportunizar esses aportes.

Portanto, a importância comunitária da sociedade limitada não se restringe à sua quantidade em número de empresas, mas ao movimento de extrema importância que estas exercem na atividade empresarial brasileira. Desta forma, as limitadas devem ser encorajadas a receber novos investimentos de terceiros, fazendo-se necessário destacar os poucos mecanismos disponíveis no cenário atual.

3.2 DOS MEIOS DE INVESTIMENTO ATUALMENTE EXISTENTES PARA AS SOCIEDADES LIMITADAS

A busca por uma diversificação das formas de financiamento disponíveis às sociedades limitadas está diretamente vinculada à importância social e econômica dessas empresas para o país. Para tanto, a estruturação de um sistema diversificado, com oportunidades amplas, para se obter o investimento social deve se dar a partir

de uma análise empírica dos formatos de capitalização que sejam, de fato, efetivos no mundo real.

No contexto atual, o investimento de terceiros nas sociedades limitadas poderá ser operacionalizado por meio de alguns instrumentos habituais. Primeiramente, pelo velho empréstimo bancário, o “predileto” secular da tomada de crédito no Brasil, e ao mesmo tempo, aquele que oferece o maior contexto de facilidades sutis, causadoras de inesperados endividamentos.

Além disso, o contrato de mútuo conversível se assemelha às debêntures na sua conversibilidade, contudo, não deixa de ser um negócio jurídico bilateral. Portanto, enquanto o mútuo é um contrato de empréstimo, em que o investidor recebe um título, que poderá ser convertido em quotas/ações em momento posterior, a debênture é um título de dívida emitido unilateralmente.

Em acréscimo, tem-se ainda a possibilidade da emissão de alguns valores mobiliários, chamando-se atenção para as notas comerciais, espécie introduzida pela Lei 14.195/2021, norma recente em nosso ordenamento. As notas comerciais são títulos de crédito emitidos por sociedades empresárias que desejam captar recursos no mercado financeiro, comumente, o seu vencimento ocorre de maneira mais curta (BORGES, LOPES; 2001, p. 290).

Não obstante, alguns fundos de investimento permitem que investidores aportem recursos em sociedades de responsabilidade limitada por meio de um veículo de investimento. Neste caso, o investidor atua como cotista do fundo e não possui nenhum contato direto com a empresa que receberá o aporte, o que para alguns retiraria a hipótese das alternativas de financiamento perquiridas por terceiros investidores.

Logo, por todo o exposto, faz-se impreterível examinar o panorama dos principais meios de investimento disponíveis à terceiros que desejem capitalizar recursos em sociedades limitadas, considerando a legislação aplicável a partir de uma análise empírica e sem a pretensão de esgotar todas as alternativas viáveis.

3.2.1. O mútuo bancário

Entende-se como mútuo bancário a relação jurídica em que determinada instituição financeira (mutuante) transfere a propriedade de títulos fungíveis, em regra a moeda, à uma pessoa física ou jurídica (mutuária) que se obriga a restituir a mesma quantia acrescida de remuneração aplicada por meio de juros (PAULIN, 2002, p. 100). Ainda nessa linha de raciocínio, trata-se de uma espécie do gênero “empréstimo bancário”, visto que o crédito concedido por meio de valores pecuniários será sempre caracterizado como um bem fungível, e, portanto, objeto de um mútuo bancário.

Os bancos e instituições financeiras compõem o Sistema Financeiro Nacional, subordinados aos parâmetros de concessão de crédito estabelecidos pela Lei 4.595/1964. Conforme preceitua Arnaldo Rizzardo (1988, p. 260-261), foi a partir de uma interpretação extensiva do art. 4º, inciso IX¹⁰ da referida Lei, que se passou a permitir que os estabelecimentos bancários, desde que autorizados, estabeleçam taxas de juros superiores à 12% ao ano:

Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: IX - Limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros, inclusive os prestados pelo Banco Central da República do Brasil, assegurando taxas favorecidas aos financiamentos que se destinem a promover.

Os juros contratuais limitados em 1% ao mês, trazidos inicialmente pela famosa Lei de Usura (Decreto 22.626/1993), e depois pela Súmula 121 do Supremo Tribunal Federal, são constantemente afastados quando se trata de bancos e instituições financeiras na posição de mutuante, posto que o verbo “limitar”, trazido no art. 4º, inciso IX da Lei 4.595/1964 começou a ser entendido como sinônimo do verbo “liberar”. Trata-se de um verdadeiro absurdo jurídico deixar ao arbítrio de um órgão

¹⁰ Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: IX - Limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros, inclusive os prestados pelo Banco Central da República do Brasil, assegurando taxas favorecidas aos financiamentos que se destinem a promover: - recuperação e fertilização do solo; - reflorestamento; - combate a epizootias e pragas, nas atividades rurais; - eletrificação rural; - mecanização; - irrigação; - investimento indispensáveis às atividades agropecuárias.

federal a função de determinar os patamares dos juros (RIZZARDO, 1988, p. 262), todavia, é a partir dessa lógica que o mercado bancário de concessão de crédito opera até hoje.

No entendimento de Luiz Alfredo Paulin (2002, p. 93), o contrato de mútuo bancário é caracterizado pela fungibilidade do bem emprestado, disponível às pessoas jurídicas que buscam reforçar seu capital de giro, ou ainda, suprimir o capital permanente. Neste caso, o empréstimo realizado tem uma finalidade pré-estabelecida, podendo incidir tanto os juros compensatórios como os moratórios sob o empréstimo realizado.

Desta forma, as altas taxas de juros comumente aplicadas sob o empréstimo bancário oportunizam o endividamento de milhares de empresários, os quais não são capazes de sustentar a dívida tomada em nome da sociedade por muito tempo, e muitas vezes acabam desistindo de exercer a atividade empresarial, pelas dificuldades enfrentadas na concessão e utilização do crédito. Neste cenário, surgem opções alternativas para viabilizar tal financiamento, algumas com determinadas limitações.

Na visão Kharen Kelm Herbst e Eduardo Oliveira Agostinho (2019, p. 247-248), as reformas jurídico-institucionais promovidas no mercado de financiamento em meados dos anos 1990, durante o Governo Collor, não foram capazes de alcançar a realidade da grande maioria das empresas brasileiras, que não se enquadram nos requisitos de capital e garantias exigidas para acessar as fontes de financiamento fortalecidas neste período. Portanto, percebe-se que, mudanças, como a alavancagem do mercado de securitização, o aumento do financiamento por meio de *private equity* e *venture capital*, o alto número de IPOs realizados, ou ainda, a expansão do mercado de derivativos, não foram, de fato, sentidas pelas sociedades limitadas.

Assim, é válido destacar que o cientista político americano John Zysman (1983, p. 55) aponta a existência de três modelos de sistemas financeiros: o baseado no mercado de capitais, o baseado nos mercados de crédito, e ainda, o baseado no mercado de crédito dominado por instituições financeiras. O primeiro seria focado na ampliação da relação com o investimento privado, ao passo que, os dois últimos partiriam de um controle estatal em maior e menor grau, condicionando processos distintos de ajustamento na reestruturação do setor produtivo (ALMEIDA; CINTRA; JACOB; NOVAIS; FILLETI, 2013, p. 19).

Deste modo, percebe-se que, embora as opções de financiamentos em sociedades empresárias tenham sido diversificadas ao longo do tempo, sobretudo a partir dos anos 90, o cenário econômico ainda requer uma mudança cultural, que proporcione segurança jurídica às transações e investimentos de risco realizados por agentes privados (HERBST; AGUSTINHO, 2019, p. 247-248). O Brasil ainda é um país que carece de investimentos no mercado de empresas de pequeno e médio porte, notadamente, entes com mais restrições de acesso ao crédito.

Como muito bem estabelece Andressa Pires (2021, p. 21), a oferta de crédito aos pequenos negócios não se mostra suficiente, visto que, considerável parte dos empreendimentos ainda são encerrados por efeito de altas taxas de financiamento, concentração bancária e falta de acessos ao crédito que melhor se adequem à realidade dessas empresas. O empréstimo bancário, em muitos casos, acaba sendo a única alternativa das sociedades empresárias que precisam se financiar.

Nesse cenário, o Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), em parceria com o Banco Central do Brasil (BACEN), divulgou um estudo, apresentado no II Fórum de Cidadania Financeira, apontando o equivalente à 32,5% ao ano (a.a.) como taxa de juros média paga pelos pequenos negócios no ano de 2015 (SEBRAE; BACEN, 2016, p. 16). Trata-se de um percentual quase três vezes maior que a taxa de juros média de 12% ao ano (a.a.), em um cenário inflacionário muito mais aliviado que o vivido nos tempos hodiernos.

Percebe-se que a obtenção de crédito no mercado bancário só é possível em seu aspecto teórico, pois as suas condições a tornam inalcançável aos pequenos empreendimentos (PIRES, 2021, p. 128). Conseqüentemente, surgem outros métodos de perquirir esse financiamento de terceiros, em que pese sejam latentes as complicações vislumbradas no mercado de crédito bancário.

3.2.2 O mútuo conversível

A legislação brasileira prevê nos artigos 586 a 592 do Código Civil Brasileiro o contrato típico de mútuo, definido como o empréstimo de coisas fungíveis, de praxe realizado em moeda nacional. Quanto ao mútuo conversível, este não encontra modalidade expressamente disposta na Lei brasileira, trata-se de uma categoria importada das

famosas *convertible notes* de origem norte-americana, caracterizadas por serem instrumentos viabilizadores do investimento em *startups* (MORETTI; OLIVEIRA, 2020, p. 106).

Ainda no raciocínio dos autores (2020, p. 113-114), o contrato de mútuo conversível tem como peculiaridade um investidor em posição de credor da sociedade empresária a partir de uma relação *sui generis*, posto que, só se responsabiliza no limite do que investiu. Apesar desta ser uma modalidade de investimento muito utilizada pelas *startups*, não significa dizer que não possa ser utilizada por outras sociedades limitadas.

Deste modo, é comum que as transações utilizando o contrato de mútuo conversível sejam realizadas através das plataformas de *venture capital* e *private equity*, ambos operados por meio de fundos intermediadores entre as fontes financiadoras e as empresas que recebem o aporte (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2019, p. 100). Isso porque, o risco é tão alto que os investidores não têm segurança de realizar o investimento sem o apoio de uma instituição especializada.

Conforme estabelecem os autores (2019, p. 105), a estruturação dos veículos de *venture capital* e *private equity* deve acomodar os interesses dos investidores, gestores e dos empreendedores que interagem entre si, entretanto, no Brasil, trata-se de algo extremamente difícil de ser alcançado, em razão da estrutura limitada dos tipos societários. De todo modo, não deixam de ser possibilidades interessantes para executar o investimento em sociedades limitadas.

Assim, consoante Rodrigo Domingos Zirpoli (2022, p. 15) os mercados de *venture capital* e *private equity* brasileiros são os maiores usuários do contrato de mútuo conversível na capitalização de sociedades empresárias, a partir de estruturas jurídicas de investimento de origem anglo-saxã que seguem previsões contratuais do *common law*. Todavia, percebe-se que o contrato de mútuo conversível ainda enfrenta dificuldades na caracterização da sua tipicidade, sobretudo no iminente risco de ser caracterizado como um contrato de sociedade em comum.

A discussão sobre a qualificação do contrato de mútuo conversível como sociedade em comum (art. 986 do CC)¹¹ está intrinsecamente ligada à relação do mutuante com o mutuário, sobretudo em sociedades de pequeno porte que ainda estão em fase de maturação e delimitação de objetivos. Neste caso, a sociedade em comum só seria possível em situações muito específicas, em que a atuação do investidor extrapolaria os limites da relação contratual, como por exemplo, nos casos de investimento anjo (SILVA FILHO, 2019, p. 78).

O investimento anjo caracteriza-se pela presença de um investidor que destina, além de recursos financeiros, atividades de mentoria e compartilhamento de rede de relacionamento a fim de impulsionar sociedades empresárias (SILVA FILHO, 2019, P. 96). Deste modo, a relação entre financiador e sociedade financiada torna-se uma relação eivada pela pessoalidade, com envolvimento direto do investidor, que não interfere na gestão da sociedade de maneira direta, mas, comumente, têm poder de influência sob os sócios e até mesmo sob alguns colaboradores.

O risco reside na possibilidade desta alta pessoalidade reverberar na criação de uma sociedade de fato, em que o investidor ocupa, realmente, o papel de um sócio, com conjunto de direitos e deveres garantidos pela Lei. Não é este o objetivo do investimento operacionalizado por meio do contrato de mútuo conversível, muito menos das debêntures, portanto, maior é a necessidade de regulação desses financiamentos.

Outra dificuldade enfrentada pelo mútuo é a sua caracterização como um contrato atípico, tendo em vista que não possui previsão em qualquer diploma legal, mas apenas uma mera menção no Marco Legal das *Startups* (ZIRPOLI, 2022, p. 14), o que, de certa forma, prejudica a sua consolidação no mercado. Todavia, ainda assim, o mútuo conversível mostra-se como uma interessante maneira de fugir dos altos juros bancários.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária traz dinamismo ao contexto empresarial nacional, especialmente pela disponibilidade desse recurso à capitalização de sociedades dos mais variados portes, oferecendo condições de taxas de juros muito mais vantajosas que as que são oferecidas pelas instituições

¹¹ Art. 986. Enquanto não inscritos os atos constitutivos, reger-se-á a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples.

financeiras (ZIRPOLI, 2022, p. 21). Isto é, trata-se de um instrumento que colabora intrinsecamente para a desmonopolização da atividade bancária que, como visto, ainda é a grande precursora do financiamento de muitas sociedades.

Giuliano Tozzi (2018, p. 85) afirma que, apesar da influência direta das *convertible notes* no Brasil, o principal motivo para a utilização dos títulos de dívida conversível está no receio que os investidores têm de ingressar no quadro societário da empresa que opera em um cenário de alto risco. Salienta-se que a maior distinção entre o mútuo conversível e a debênture está no fato do mútuo ser um contrato bilateral, ao passo que, as debêntures são títulos que podem ser emitidos unilateralmente pela sociedade emissora.

Assim sendo, consoante evidência Emanuel Lima da Silva Filho (2019, p. 78), outra diferença relevante entre o contrato de mútuo conversível e as debêntures conversíveis está na vinculação da remuneração do investidor, que, no caso das debêntures, poderá ser vinculada aos lucros, enquanto, por outro lado, esta não é uma alternativa viável no contexto do mútuo. Apesar da relação de personalidade que é travada entre o mutuário e o mutuante, isso não descaracteriza a relação comercial que ali se encontra.

Otávio Yazbek (2013, p. 565) ressalta a importância do estímulo no desenvolvimento de um mercado de títulos privados em um país como o Brasil, restando claro que este ainda é um espaço muito mal explorado pelas sociedades limitadas. Isso porque, são poucos os títulos que podem ser emitidos por estas, logo, é factível que recorram à contratos de empréstimo como o mútuo conversível.

Felizmente, o mercado avança a partir da criação e aprimoramento de alguns instrumentos, caso das *comercial papers*, que serão analisadas no próximo tópico. Todavia, é primordial que os incentivos destinados à atividade comercial das sociedades de pequeno e médio porte sejam expandidos, sobretudo o impulso econômico promovido por esse grupo de sociedades, pois investir no mercado de sociedades limitadas significa investir no desenvolvimento nacional da economia brasileira.

3.2.3 A (novíssima) aplicabilidade da nota comercial no ordenamento jurídico brasileiro e suas limitações práticas

As notas comerciais ou *comercial pappers* são valores mobiliários previstos no art. 2º, inciso VI da Lei nº 6.385/1976, ¹²regidas desde a sua criação, pelas mesmas que regulam o regime das notas promissórias, inicialmente dispostas no Decreto nº 57.633 de 1966. O intuito da criação legislativa foi promulgar uma convenção de países adotantes da Lei uniforme sobre as Letras de Câmbio e Notas Promissórias, visto que, a regulação desses títulos levava à enormes confusões em razão da multiplicidade de regimes.

Portanto, até a promulgação da Lei 14.195/2021, em 26 de janeiro de 2021, as notas comerciais seguiam o mesmo regime das notas promissórias, espécie de título de crédito utilizado na obtenção de empréstimos por pessoas físicas e jurídicas. Conforme estabelece André Santa Cruz (2019, p. 549), a nota promissória nada mais é que uma promessa de pagamento, regulada pela Lei Uniforme de Genebra, que origina duas situações jurídicas distintas, quais sejam, a do sacador (subscritor) que emite a nota e promete pagar algo a alguém, e a do tomador que receberá a importância prometida.

Consoante explicita Fábio Ulhoa (2016, p. 377-379), a nota promissória é título que dispõe de obrigação creditícia, assim como a letra de câmbio, a duplicata ou qualquer outro título de crédito dotado de cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações cambiais. Apesar de, formalmente, pertencer ao rol da Lei 6.385/1976, em razão de uma omissão normativa de regime específico, a nota comercial seguia o regime dos títulos de crédito que, notadamente, possuíam um maior número de requisitos para a sua negociabilidade.

Na forma do art. 45 da Lei 14.195/2021, ¹³a nota comercial é título de crédito não conversível em ações, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente sob a forma escritural, por meio de

¹²Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: IV - as cédulas de debêntures.

¹³ Art. 45. A nota comercial, valor mobiliário de que trata o inciso VI do caput do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é título de crédito não conversível em ações, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente sob a forma escritural por meio de instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários.

instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários. O dispositivo é claro e específico ao trazer a impossibilidade da conversibilidade do título em ações, reduzindo o escopo de possibilidades do “novo” valor mobiliário.

Em seguida, o art. 46¹⁴ estabelece as sociedades empresárias que estão aptas para emitir notas comerciais, sendo elas as sociedades anônimas, as sociedades limitadas e as sociedades cooperativas. O parágrafo único salienta que a deliberação da emissão da *commercial paper* é competência dos órgãos de administração ou administrador do emissor, sendo o ato constitutivo referencial que deverá ser utilizado.

Não obstante, o dispositivo seguinte evidencia as características que deverão constar no termo constitutivo da nota comercial, em disposição muito semelhante à relativa às debêntures, sendo evidenciadas, logo em seguida, outras questões relevantes, como a execução independente de protesto (art. 48),¹⁵ a titularidade vinculada ao controle realizado em sistemas informatizados (art. 49)¹⁶ e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (art. 50).¹⁷

Em um *webinar* organizado pelo VBSO Advogados, o representante da Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA) Fábio Fukuda (2022) aduz que a Associação irá revisitar todas as inovações trazidas pela Lei 14.195/2021 a fim de estruturar novas regulações, inclusive para a Nota Comercial, posto que o instrumento amplifica a disponibilização do crédito para as pequenas e médias sociedades. Para Rafael Prudente (2022), o novo produto apresenta um somatório de características positivas, sobretudo, a facilitação da entrada de pequenos e médios investidores ao mercado de capitais.

¹⁴ Art. 46. Podem emitir a nota comercial as sociedades anônimas, as sociedades limitadas e as sociedades cooperativas.

¹⁵ Art. 48. A nota comercial é título executivo extrajudicial, que pode ser executado independentemente de protesto, com base em certidão emitida pelo escriturador ou pelo depositário central, quando esse título for objeto de depósito centralizado.

¹⁶ Art. 49. A titularidade da nota comercial será atribuída exclusivamente por meio de controle realizado nos sistemas informatizados do escriturador ou no depositário central, quando esse título for objeto de depósito centralizado.

¹⁷ Art. 50. A Comissão de Valores Mobiliários poderá estabelecer requisitos adicionais aos previstos nesta Lei, inclusive a eventual necessidade de contratação de agente fiduciário, relativos à nota comercial que seja: I - ofertada publicamente; ou II - admitida à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

Portanto, a partir da promulgação da norma supracitada, a nota comercial se tornou, oficialmente, um novo produto do mercado financeiro, na medida em que se desvinculou das regras trazidas pela da regulação das notas promissórias. Desde 2021, a nota comercial passou a seguir o regime da Lei 14.195/2021, regramento que dispõe de algumas semelhanças com o Capítulo V da Lei de Sociedades Anônimas.

São muitas as similitudes entre as debêntures e as *comercial papers*, ambos são títulos de dívida de renda fixa, com regras idênticas de tributação e rendimento, passíveis de garantias - no caso da *comercial papper*, permite-se apenas o registro da garantia real ou fidejussória (art. 47, VII da Lei 14.195/2021)¹⁸ e resgate a ser realizado na data estabelecida na escritura de emissão. De fato, o instrumento financeiro aprimorou-se e ganhou contornos importantes para se adequar a realidade das pequenas empresas.

Entretanto, é válido ressaltar algumas distinções entre o regime das debêntures e o regime das notas comerciais, como por exemplo, a impossibilidade da conversibilidade em ações ou quotas da *comercial papper* nas emissões públicas. A nota comercial é uma herança do instituto da nota promissória, e ao que parece, mesmo dispondo de diploma normativo inteiramente novo, o título ainda não se desvinculou de algumas condições culturais.

Apesar de nem a debênture nem a nota comercial delimitarem o prazo do vencimento do título, as debêntures seguem sendo vistas como títulos ideias às operações de médio e longo prazo, ao passo que, as *comercial pappers* iniciam a sua trajetória reunindo recursos ao capital giro da empresa (LAQUS, 2022, p. 01). Além disso, o regime das notas comerciais é mais permissivo, quando comparado ao regime das debêntures, o que acaba por gerar uma postura de desimportância por parte de alguns investidores.

Em exemplo, cita-se o fato de que as notas comerciais podem ser emitidas em uma negociação direta com o investidor enquanto as debêntures exigem a presença de um agente intermediário (LAQUS, 2022, p. 01). O fato é que o cenário do mercado de dívida brasileiro é marcado pela inconstância, com taxas de juros altamente instáveis,

¹⁸ Art. 47. A nota comercial terá as seguintes características, que deverão constar de seu termo constitutivo: VII - a descrição da garantia real ou fidejussória, quando houver.

inflação, desequilíbrio econômico e trocas governamentais recorrentes, fatores esses que inibem o investimento nacional e estrangeiro.

Em setembro de 2022, a Petrobrás comunicou que realizou a sua primeira emissão de notas comerciais escriturais, sem garantia real ou fidejussória, emitindo cerca de R\$ 3 bilhões de reais em duas séries (BPMoney, 2022, p. 01). Neste contexto, conforme a BPMoney (2022, p. 01), a companhia informou que os recursos captados seriam utilizados para reforço de caixa essencial ao curso ordinário dos negócios.

Portanto, trata-se de operação que facilitará o exercício das atividades cotidianas dentro da companhia. Contudo, o fato é que as notas comerciais atuam com propósito distinto do propósito das debêntures, sendo plenamente possível que as duas espécies convivam e oportunizem a diversidade no financiamento dos tipos societários.

Em outras palavras, a existência das notas comerciais não impede que o regime das debêntures também seja refletido e aprimorado, permitindo-se que outros tipos societários gozem dos seus inúmeros benefícios. As *commercial papers* são valores que devem crescer nos próximos anos, apesar da sua recepção mercadológica ainda não ter ocorrido, sobretudo pelos longos anos no regime das notas promissórias.

3.3 A INSUFICIÊNCIA DOS MEIOS DE INVESTIMENTO ATUAIS PARA O CONTORNO ECONÔMICO DAS SOCIEDADES LIMITADAS

É fato incontroverso que a sociedade limitada pode ser constituída sobre grandes estruturas, todavia, esta não é a realidade da maioria esmagadora destas empresas no cenário econômico brasileiro. Como visto, a maioria das empresas brasileiras são sociedades de pequeno e médio porte, constituídas sob o regime das limitadas, as quais, muitas vezes, dependem do capital externo para desenvolver a sua atividade econômica.

De acordo com André Santa Cruz (2019, 895), um dos maiores problemas enfrentados pelos microempreendedores (ME) e as empresas de pequeno porte (EPP) é o acesso ao apoio creditício, visto que, é comum que estes não logrem êxito no seu intento, sobretudo pela falta de garantias a oferecer. Dessa forma, o enfoque

da finalização deste capítulo será nas sociedades limitadas, mas ressaltando as sociedades de pequeno porte, já que essas são as maiores prejudicadas com a insuficiência de formas de investimento disponíveis ao seu contorno econômico.

Em uma análise realizada por Marcelo Godke e Mc Cahery (2019, p. 640), existe relação curiosa entre o tamanho da empresa e sua longevidade, o fato é que sociedades menores, quase sempre, contam com muito menos chances de sobreviver no contorno da atividade econômica brasileira. Uma das razões de tal relação é reconhecida a partir da distância eivada nas negociações entre pequenas empresas e grandes bancos.

Ainda no raciocínio dos autores (2019, p. 647), percebe-se que a concentração bancária nas economias em desenvolvimento limita o acesso das pequenas e médias empresas ao financiamento externo, uma vez que os bancos exercem um controle de seleção dos mutuários, desencorajando-os a buscar o apoio creditício e promovendo um “*gap*” dos pequenos negócios no mercado de crédito. A ideia relaciona-se com a respaldada “secundarização” da sociedade limitada, temática abordada em outro texto do autor Marcelo Godke.

Todavia, não se pode deixar de mencionar o regime estabelecido pela Lei Complementar 123/2006, que delimitou os conceitos de microempresa e empresa de pequeno porte, garantiu um tratamento diferenciado para esses negócios. Na visão de Pablo Henrique Hubner e Filipe Augusto Silva (2017, p. 175-177), o incentivo se deu livre de segundas intenções, mas com o intuito de retirar uma exorbitância de empresas que mantinham a sua atividade na informalidade, deixando de contribuir em termos de tributos, ou seja, prejudicando a máquina pública.

Ainda no mesmo raciocínio, percebe-se que no Brasil existe um estímulo às pequenas empresas na concessão de crédito, todavia, tal esforço se mostra falho, na medida em que boa parte das empresas beneficiadas costumam receber aportes iniciais, mas possuem grandes dificuldades de se manter no mercado em um longo prazo. Isto é, o financiamento não é perdurável, propiciando o surgimento de modelos de negócio completamente inexecutáveis com o passar do tempo.

O Estado brasileiro, por meio de instrumentos próprios, assegura tratamento diferenciado às MEs (Microempresas) e às EPPs (Empresas de Pequeno-Porte) e o faz com o objetivo de fomentar a competitividade das classes, oferecendo-lhe

condições de contribuir com as desigualdades socioeconômicas (PEREIRA; NÓBREGA, 2020, p. 155). Mesmo porque, estas não teriam condições próprias de competir com sociedades institucionais criadas a partir do investimento de centenas de financiadores.

Entretanto, um grande problema vislumbrado na realidade das pequenas empresas é a dificuldade de obter financiamento de longo prazo, sobretudo quando ordenadas por empresários menos experientes. Conforme aponta Francisco de Assis Cunha Cavalcante, (2005, p. 01), é comum que se faça planos para pesquisa e desenvolvimento dos produtos, contudo, o capital de giro constitui-se, muitas vezes, uma surpresa para o empresário iniciante, que costuma contar com altas doses de otimismo no estágio inicial do seu negócio, mas também com a limitação da falta de experiência.

Ao mesmo tempo, apesar dessas dificuldades, é incontroverso o potencial das empresas para o desenvolvimento da economia brasileira, ao passo que, faz-se preocupante a constatação dos insuficientes meios de viabilização de investimentos nessas sociedades. Na visão de Marcelo Godke Veiga e Erik Oioli (2013, p. 662), a burocratização do acesso ao capital é a maior razão para que as limitadas sejam vistas como entes societários de segunda importância.

De acordo com o art. 57 da Lei Complementar 123 de 2006:

Art. 57. O Poder Executivo federal proporá, sempre que necessário, medidas no sentido de melhorar o acesso das microempresas e empresas de pequeno porte aos mercados de crédito e de capitais, objetivando a redução do custo de transação, a elevação da eficiência alocativa, o incentivo ao ambiente concorrencial e a qualidade do conjunto informacional, em especial o acesso e portabilidade das informações cadastrais relativas ao crédito.

O autor André Santa Cruz (2019, p. 895), ao comentar o referido dispositivo, menciona que essa é mais uma norma pela qual o legislador delegou uma tarefa que era sua ao Poder Executivo. De fato, o dispositivo, e todos os demais seguintes, parecem centralizar a incumbência de fomentar o acesso ao crédito como uma responsabilidade do Executivo, em uma perspectiva extremamente publicista do financiamento das pequenas empresas.

Lamentavelmente, nenhum dispositivo da Lei tratou das operações privadas de financiamento por terceiros, o que demonstra, em mais uma ocasião, o advento da secundarização das sociedades limitadas. A Lei se preocupou em proporcionar a criação de linhas de crédito especiais para atender às necessidades dos microempresários e dos empresários de pequeno porte em bancos oficiais e particulares, retornando-se aos antigos moldes do mútuo bancário (RAMOS, 2019, p. 896).

Isso não quer dizer que a Lei não mereça seu reconhecimento, mesmo porque, é nítido que o Estatuto Nacional da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte (Lei 123/2006) desempenhou papel de altíssima importância para a inserção dessas sociedades no mercado creditício. Todavia, a insuficiência dos meios disponíveis para oportunizar esse financiamento compromete diretamente os resultados alcançados pelas sociedades limitadas.

Marcelo Godke, em uma entrevista ao Diário do Comércio (2019, p. 01), pontua que o Brasil precisa de reformas urgentes em suas leis societárias para fomentar o empreendedorismo. No mesmo raciocínio, o professor critica a expressão, comumente utilizada pela doutrina, “nova sociedade limitada”, e afirma que a real “nova sociedade limitada” precisa ser moderna e flexível, realidade que ainda não se vislumbra.

Deste modo, é de suma importância que sejam explorados outros mecanismos para induzir os participantes do mercado a fornecer capital próprio para empresas com alto potencial de crescimento (GODKE; MCCAHERY, 2019, p. 661). Atualmente, pequenas e médias empresas constituídas como sociedades limitadas no Brasil enfrentam grandes problemas na flexibilidade dos métodos que possibilitam a obtenção de recursos.

Nesta perspectiva, pensando em estratégias de como obter essa flexibilidade, o mercado de debêntures apresenta-se como um caminho promissor, sobretudo pelos resultados impressionantes apresentados nos últimos anos. Para tanto, faz-se indispensável a análise de todas as razões que hoje impossibilitam a emissão do título pelas limitadas, sendo sugerido ao final uma proposta para viabilização desta hipótese.

4 A POSSIBILIDADE DE EMISSÃO DAS DEBÊNTURES EM SOCIEDADES LIMITADAS

As debêntures são costumeiramente caracterizadas como um contrato de mútuo mercantil, com natureza especial, posto que a quantia mutuada é dividida em frações destinadas à uma pluralidade de credores (EIZIRIK, 1995, p. 01). Tal conjuntura torna o mercado de debêntures um importantíssimo instrumento de financiamento das sociedades empresárias, a partir da estrutura de uma dívida compartilhada, a qual é regida pela divisão dos riscos na comunhão dos debenturistas.

Nesse sentido, questiona-se a possibilidade de extensão deste método à realidade de outros tipos societários, a fim de que uma maior quantidade de empresas seja beneficiada pelo regime das debêntures. No cenário normativo atual, não existe nenhuma vedação à emissão de debêntures por sociedades limitadas, em contrário, é sabido que as limitadas podem optar pela regência supletiva na Lei de Sociedades Anônimas, sendo este um possível requisito para a regulação do mercado de debêntures em sociedades limitadas.

Em complemento, a Lei de Liberdade Econômica introduziu importantes reformas normativas com vista ao fomento das atividades no livre mercado a partir de uma lógica de enaltecimento da autonomia privada das partes no exercício da atividade econômica. Os avanços trazidos pela norma sugestionam a pertinência de outras adaptações legislativas que devem ser refletidas, mesmo porque, a Lei de Liberdade Econômica é responsável por uma mudança de perspectiva na lógica das relações comerciais.

Atualmente, as sociedades limitadas representam $\frac{1}{4}$ das sociedades ativas no Brasil, (Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, 2023, p. 11), assim, é lógico e coerente que sejam ponderadas mudanças que visem a resolução dos seus principais problemas. A dificuldade de acesso ao crédito, como demonstrado, assola milhares de empreendedores que têm o seu negócio constituído sob as bases de uma sociedade limitada.

Deste modo, serão apontadas as principais barreiras para emissão de debêntures por essas empresas, a partir dos posicionamentos da doutrina que já se manifestou sobre o tema, da Comissão de Valores Mobiliários e das Juntas Comerciais do Estado de

São Paulo e do Rio de Janeiro. Ao final, o trabalho evidenciará a mudança de paradigma introduzida pela Lei de Liberdade Econômica e a importância econômica e social da regulação da emissão de debêntures em sociedades limitadas.

4.1 AS PRINCIPAIS BARREIRAS JURÍDICO-LEGAIS PARA A EMISSÃO DAS DEBÊNTURES POR SOCIEDADES LIMITADAS

Evidenciada a importância das sociedades limitadas para o fomento da atividade empresarial brasileira, e ainda, a possibilidade da emissão de debêntures como uma alternativa ao financiamento de pequenas e médias empresas, faz-se essencial elencar os principais obstáculos de tal proposta. Dentre eles, destaca-se a posição desfavorável de alguns doutrinadores, as omissões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI) e o posicionamento arbitrário das Juntas Comerciais que se recusaram a arquivar algumas emissões de debêntures por limitadas.

Por outro lado, um robusto grupamento de juristas, especialistas do Direito Empresarial, evidencia algumas razões para se possibilitar o registro da emissão de debêntures por sociedades limitadas. Inclusive, esses mesmos autores colaboram para a redação de um Projeto de Lei que tramita atualmente no Congresso Nacional, o qual também será objeto deste trabalho, visto que, de maneira qualificada, o PL pormenoriza a possível legislação aplicável caso a hipótese venha a ser acolhida.

4.1.1 O posicionamento da doutrina

A discussão sobre a possibilidade da emissão de debêntures em outros tipos societários já existe desde a vigência do regime jurídico do Decreto nº 3.708/1919, época em que a impossibilidade da emissão de debêntures por limitadas justificava-se a partir da aplicação literal do art. 52 da Lei de Sociedades Anônimas ¹⁹(AMARAL, 2016, p. 175-176). Pelo fato de o dispositivo utilizar o termo “companhia”, a emissão

¹⁹ Art. 52. A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado.

estaria adstrita ao tipo societário regulado pela referida Lei, todavia, ao que parece, tal argumento foi superado a partir da possibilidade de regência supletiva das sociedades limitadas pela Lei 6.404/1976.

Desde o ano de 2015, a partir da tese de mestrado do jurista José Romeu Garcia do Amaral, muito se tem debatido acerca das reais barreiras jurídico-legais para a emissão das debêntures por sociedades limitadas. Para José Romeu (2016, p. 174), inexistindo vedação legal expressa, não há óbice para a emissão das debêntures por outros tipos societários, devendo prevalecer o princípio da autonomia privada que rege o direito societário.

Ainda no mesmo raciocínio, o autor evidencia que um argumento comumente utilizado pela doutrina contrária, acerca da suposta falta de caráter institucional das limitadas para emitir debêntures (2016, p. 178). Ocorre que, se as limitadas podem emitir a nota comercial, valor mobiliário previsto na Lei 6.385/76, não há como sustentar essa impossibilidade sob a alegação do caráter institucional do emissor, mesmo porque, o rol de valores mobiliários do artigo 2º da Lei de Valores Mobiliários não cria nenhum tipo de distinção entre eles.

Assim sendo, o autor estabelece que tal emissão poderá ser viabilizada sob a assistência de instituição financeira, a qual será responsável por prestar o devido suporte ao emitente durante o procedimento, inclusive no momento da colocação do título no mercado de renda fixa (AMARAL, 2016, p. 180). Trata-se de uma operação que envolve custos, o que inviabiliza a sua realização por parte das pequenas empresas, sendo, neste caso, a nota comercial, uma alternativa menos custosa, posto que é possível dispensar o auxílio de instituição financeira e o registro em Junta Comercial.

Não obstante, André Grüsapun Pitta (2013, p. 526-527) estabelece que as dificuldades criadas para a emissão de valores mobiliários por sociedades limitadas decorrem, meramente, de uma questão política regulatória, e não de uma incompatibilidade de naturezas. Na visão do autor, a regulação é concebida a partir da análise de eventuais riscos decorrentes do engajamento do tipo societário em operações dessa natureza.

Deste ponto de vista, a principal barreira para a emissão de debêntures por sociedades empresárias limitadas não é a Lei, mas a regulação, por vezes

contraditória, realizada pela Comissão de Valores Mobiliários. O autor menciona (2013, p. 528), novamente, a imensa contradição entre a possibilidade da oferta de notas comerciais pelas limitadas e as barreiras criadas para o mercado de debêntures, haja vista a inexistência de justificativa que fundamente essa incompatibilidade.

Noutro giro, Thales Janguê Diniz (2021, p. 126-127) reputa que a emissão privada de debêntures é regida pela máxima da autonomia privada que está presente no âmago das relações privadas, cabendo aos particulares, exclusivamente, determinar as regras e condições da condução dos seus negócios. Portanto, não seria necessário sequer qualquer validação do ente estatal, mas tão somente a demonstração do agente privado.

Na oferta pública com esforços restritos, a emissão deve observar a regulação estabelecida pela CVM, ao passo que, em sede de oferta privada, a emissão deve ser regulada pelo Contrato Social, o qual deve, expressamente, dispor sobre a regência supletiva pelas normas das sociedades anônimas (AMARAL, 2016, p. 184-185). A oferta pública de esforços restritos apresenta-se como uma alternativa para as empresas que desejam captar recursos no mercado financeiro, contudo, preferem evitar os custos e a complexidade de uma oferta pública tradicional, restringindo o acesso da emissão à investidores qualificados.

Por outro lado, a oferta pública é operação que envolve a captação de recursos junto a investidores amplos e diversificados, o que exige muita transparência e governança corporativa da sociedade emissora, requisitos que não são atendidos pelas sociedades anônimas fechadas, muito menos pelas sociedades limitadas. Assim, não parece ser essa uma proposta viável, logo, não estaria dentre as possibilidades da emissão de debêntures por outros tipos societários.

Em contraposição, o professor Modesto Carvalhosa (2005, p. 45) defende que a emissão de títulos estranhos ao capital social, tais como debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição estão entre as expressas impossibilidades do regime das sociedades limitadas, deste modo, o autor apresenta um rol de regras do regime das sociedades anônimas que não poderiam ser replicadas de maneira alguma.

Ainda nas ideias do autor, outras impossibilidades para a supletividade seriam a constituição da sociedade, a limitação de responsabilidade dos sócios, e ainda, direitos e obrigações dos sócios entre si para com a sociedade. Para Carvalhosa, aos casos de omissão, seria naturalmente aplicável a lei supletiva das sociedades simples e não a Lei 6.404/1976, sendo indispensável a manifestação clara e inequívoca das partes quando o desejo for pela regência supletiva da Lei 6.404/1976.

Com a devida vênia, a posição se baseia em uma tese obsoleta, visto que, as sociedades limitadas são protagonistas de um movimento que encurta, cada vez mais, as diferenças entre os tipos societários, por vezes de forma intencional, noutras de maneira natural e não planejada. Nas palavras de André Grünspun Pitta (2013, p. 525) a limitada possui relativa plasticidade orgânica estrutural, de modo que, caracterizá-la como *intuitu personae* ou *intuitu pecuniae* depende somente das decisões tomadas pelos seus fundadores.

Nessa linha de raciocínio, percebe-se que os argumentos de contraposição à possibilidade da emissão de debêntures por sociedades limitadas giram em torno da limitação relativa à natureza jurídica das limitadas. Os doutrinadores que conviveram em um mercado de capitais incipiente, ao final do século XX e início de XXI, como José Tavares Borba, quem também já se manifestou sobre a questão, aparentam vislumbrar uma discrepância colossal entre os tipos societários, fruto de uma época marcada por grande insegurança jurídica e por uma nova normatização proporcionada pelo Código Civil de 2002.

Andressa Pires Monteiro Pires (2021, p. 130) sugere que a emissão de debêntures em sociedades limitadas não só deveria ser uma alternativa disponível, assim como deveria coexistir com outras iniciativas, à exemplo, a Sociedade Anônima Simplificada e a remodelação dos segmentos de acesso à Bolsa de Valores, a fim de aprimorar o cardápio de *funding* das limitadas. Na visão da autora, a melhor forma de se alcançar essas possibilidades seria por meio do estímulo ao hibridismo entre os tipos societários.

Trata-se de uma sugestão aparentemente arriscada, pois os tipos societários são criações jurídicas que buscam fornecer mais segurança e estabilidade ao desenvolvimento de empresas. Ao que parece, a amplificação do mercado de dívida não precisaria passar por essa combinação de elementos, mas, adaptar instrumentos

financeiros que já existem à realidade das empresas constituídas sob regimes simplificados.

Deste modo, não é discutível o acesso irrestrito e incondicional das sociedades empresárias limitadas ao mercado de capitais, pois sabe-se que essas não possuem o arcabouço jurídico-institucional para um capital pulverizado (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 645). No entanto, reflete-se sobre um ajuste que adeque o regime trazido na Lei Federal nº 6.404/1979 à realidade das sociedades limitadas, ressalvadas as devidas proporções.

O fato é que as limitadas estão se distanciando da sua suposta vocação de sociedade pessoal (BLANCO, 2017, p. 39), o que facilita o seu acesso ao mercado de capitais a partir da emissão de títulos de capital privado. O hibridismo societário é fenômeno que já se reverbera a partir de um movimento natural e característico das novas sociedades limitadas, privilegiando-se cada vez mais a atividade econômica a partir da melhor aplicação do princípio da autonomia privada.

Para Fabiana Molina (2019, p. 85), a única maneira de possibilitar a emissão de debêntures por sociedades limitadas seria através de uma regulação expressa, visto que, apesar de não haver nenhuma incompatibilidade entre os tipos, na prática, a operação é inviabilizada pelas Juntas Comerciais. A autora também se filia à corrente que defende a emissão de debêntures para as sociedades limitadas, sobretudo em caso de existência de regulação supletiva prevista no Contrato Social.

De qualquer modo, até que seja promulgada norma que trate da hipótese, faz-se necessário enfrentar alguns obstáculos não limitados à entendimentos meramente doutrinários. A Comissão de Valores Mobiliários e as Juntas Comerciais, responsáveis pela regulação e registro das emissões de debêntures, respectivamente, figuram como partes de altíssima relevância nesse cenário de expansão do mercado de financiamento de dívida, portanto, faz-se importante analisar os seus posicionamentos.

4.1.2 O posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Apesar das insistentes indagações de que a CVM, órgão regulador do mercado de capitais, deveria se manifestar sobre a emissão de debêntures em outros tipos societários, é mister evidenciar que a Comissão já o fez, mesmo que por meios indiretos. Primeiramente, por meio da Resolução CVM nº 88 de 2022 que dispõe sobre a emissão de valores mobiliários por sociedades empresárias de pequeno porte através de plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding*) (CVM, 2022, p. 01).

Em seguida, mediante a Instrução Normativa CVM nº 160 que revogou as Instruções de nº 400, 471, 476, 533, 809, 818 e 850 (CVM, 2023, p. 01), possibilitando a emissão pública de alguns valores mobiliários, como as notas comerciais e as cédulas de crédito bancário. É fato incontroverso que, se a Lei 6.385/1976 não cria distinção entre os valores mobiliários, e a regulação de outros valores já é realizada pela CVM, a autarquia já se manifesta, ainda que de forma indireta.

Isso demonstra que a emissão de valores mobiliários já é uma realidade possível ao contexto das sociedades de pequeno e médio porte, e assim, não havendo distinção entre os valores mobiliários (todos são regidos pela Lei 6.385/1976), em nada a debênture faz-se peculiar. Se a própria Autarquia responsável pela regulação desse mercado já faz ser possível a oferta de valores mobiliários pelas sociedades limitadas e cooperativas, é inegável o reconhecimento da CVM sobre a compatibilidade da limitada como tipo societário apto a emitir debêntures (AMARAL, 2016, p. 176).

O autor André Grūsupun Pitta (2013, p. 527-528), ao analisar a ata da Audiência Pública nº 05/2008, que originou a IN/CVM Nº 476, evidencia que a própria Autarquia reconhece que outros tipos societários, não apenas as sociedades por ações, mas também as sociedades limitadas e cooperativas, poderiam realizar ofertas públicas com esforços restritos de valores mobiliários. Ainda no mesmo raciocínio, o autor explicita que a audiência teve como objetivo analisar a minuta da Instrução CVM nº 476 (revogada pela IN nº 160), a qual debruçou-se em tratar do regime de emissão das notas comerciais e das cédulas de crédito bancário, mas infelizmente, não teve tempo de dedicar-se ao regime da debênture.

A IN/CVM nº 476 facilitou o acesso das sociedades limitadas ao mercado de capitais por meio da simplificação e agilização da emissão de valores mobiliários, visto que apenas investidores institucionais tinham acesso às ofertas de esforço restrito (DINIZ, 2021, p. 116). Percebe-se o claro interesse da CVM em elaborar regulações que impulsionem o mercado de capitais, por meio de normas efetivas, mas, ao mesmo tempo, inovadoras.

Quanto à Instrução Normativa nº 160 da CVM, esta teve como intento modernizar o arcabouço regulatório das ofertas públicas, promovendo simplificações procedimentais relevantes aos investidores. A IN nº 160 garante que o acesso a informações claras, precisas e completas sobre os valores mobiliários oferecidos, contribuindo para a efetivação de decisões informadas e bem fundamentadas no contexto das companhias abertas.

José Romeu (2016, p. 182) sinaliza que as normas aplicáveis à oferta pública com esforços restritos pela IN/CVM nº 476 adequariam-se, sem maiores transtornos, ao tipo societário das limitadas. Desta forma, visto que a IN/CVM nº 160 segue o mesmo parâmetro da IN/CVM nº 476, tornando transparentes todos os detalhes da emissão pública com esforços restritos, não há dúvida de que ela se aplicaria no caso das sociedades limitadas.

Ainda no entendimento do autor, seriam viáveis a emissão privada e a emissão pública com esforços restritos, no contexto das limitadas, sendo indispensável que no segundo caso a sociedade se atenha às disposições trazidas pela CVM na IN/CVM nº 476, substituída pela IN/CVM nº 160. Isto é, a falta de disciplina jurídica específica não seria uma limitação para permitir a segunda hipótese de emissão de debêntures, mas uma regulação perfeitamente aplicável à realidade das sociedades limitadas.

Portanto, seria ilógico aceitar que a sociedade limitada é apta para emitir e ofertar outros valores mobiliários, na forma da regulação da CVM, sem, contudo, fazê-lo em relação às debêntures (PITTA, 2013, p. 528). Trata-se de uma distinção que não merece acolhimento, sendo, portanto, inegável que a Comissão de Valores Mobiliários já se posicionou favoravelmente à possibilidade da emissão de debêntures por outros tipos societários.

Entretanto, o que falta é que esta possibilidade seja objeto de regulação, afinal, as Juntas Comerciais ainda se recusam a realizar o registro da emissão, em face de

limitações criadas pela falta de uma legislação clara e assertiva sobre o tema. Ainda que exista regência supletiva, as sociedades limitadas não conseguem realizar a emissão de debêntures, sendo esta alternativa disponível apenas para as sociedades por ações, regidas pela Lei nº 6.404/1976.

4.1.3 O posicionamento contrário estabelecido em precedentes das Juntas Comerciais

Outro entendimento que merece ser analisado é o das Juntas Comerciais que já receberam tentativas de registro de emissão de debêntures por sociedades empresárias limitadas. Existem dois pareceres, ambos do ano de 2012, um emitido pela Junta Comercial do Estado de São Paulo e outro pela Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro duramente criticados pela doutrina.

José Romeu (2016, p. 170) evidencia um importante trecho da Ata da Sessão Plenária nº 47/2012 de 26 de junho de 2012 (BRASIL, 2012):

Destacou que, embora haja divergência na interpretação pela doutrina, somente há previsão no âmbito das Sociedades Anônimas, razão pela qual entende que deveria haver regulamentação da matéria pela CVM. O vogal Ademar Fogaça Pereira questionou se o ato não seria válido entre as partes envolvidas. O D. Procurador destacou que, no âmbito do registro de comércio, entende que não é passível de arquivamento, diante da ausência de previsão legal. O vogal Rogério Aleixo Pereira externou opinião acompanhando a D. Procuradoria.

Na mesma linha, a Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro (JUCERJA), em um pedido de arquivamento realizado pela sociedade Lotus Azul Incorporação e Empreendimentos Imobiliários SPE LTDA, firmou entendimento semelhante, evidenciando uma suposta ilegitimidade do tipo societário com base exclusivamente na interpretação literal do art. 52 da Lei de Sociedades Anônimas (AMARAL, 2016, p. 170). Em acréscimo, cita-se ainda o fato de que os valores mobiliários dispostos na Lei 6.385/1976 só estariam disponíveis à utilização de sociedades com caráter institucional, mesmo inexistindo qualquer disposição nesse sentido em qualquer diploma normativo.

Ambos os posicionamentos são claras violações aos princípios da livre iniciativa e autonomia privada, posto que, em um ambiente estritamente particular, não deveria existir a necessidade de Lei expressa para que o ente privado tome as melhores decisões do seu negócio. Ou seja, na falta de proibição, a sociedade emissora é livre para realizar a emissão de valores mobiliários, desde que respeitados os requisitos da emissão, no caso das debêntures, na forma trazida pela Lei nº 6.404/1976.

Nesta senda, seria possível admitir tal atipicidade negocial, ou ainda, ser o negócio típico, em caso de regência supletiva pela LSA, como ocorre com muitas sociedades limitadas de grande porte (AMARAL, 2013, p. 172). Portanto, percebe-se que os posicionamentos das Juntas Comerciais são ilegais e ultrapassam o limite de sua competência de assentamento dos registros comerciais.

O fato de ser uma sociedade de grande porte não significa que as pequenas e médias empresas não possam realizar negócios atípicos, muito pelo contrário, em um ambiente regido pela autonomia da vontade das partes, a vontade negocial deverá prevalecer. Entretanto, é comum que sociedades de grande porte optem pela regência supletiva pela Lei 6.404/1976.

Em contato realizado com a Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro, no dia 20 de abril de 2023, por meio de seu sistema de “Fale Conosco” disponível no site da Junta, questionou-se acerca da viabilidade da emissão de debêntures por sociedades limitadas. A JUCERJA respondeu a solicitação preconizando a observância do que diz o Manual de Registro das Sociedades Limitadas, anexo da IN nº 81 do DREI, sendo esta uma diretriz para arquivamento dos atos nas Juntas Comerciais, ocorre que, tal documento nada menciona sobre esta possibilidade.

Todos os empecilhos criados, seja a interpretação literal do disposto no art. 52 da Lei 6.404/1976, a redução da debênture à um título de crédito, ou, a necessidade da natureza institucional da sociedade emissora, não se sustentam no mundo real. Em verdade, a prática de mercado e a possível adequação da limitada ao regime da sociedade por ações deixam claro que a impossibilidade é mera usurpação de competência por parte das Juntas Comerciais de São Paulo e Rio de Janeiro.

4.1.4. O Projeto de Lei que tramita no Congresso Nacional

Em junho de 2020, o Senado Federal apresentou ao Congresso Nacional o Projeto de Lei (PL) nº 3.324/2020, ainda em tramitação, o qual contou com a colaboração de professores de Direito Empresarial que defendem a possibilidade da emissão de debêntures em sociedades limitadas. O PL foi proposto no ápice da pandemia do Covid-19, momento em que as pequenas e médias empresas sofriam com grandes dificuldades de obtenção de recursos para o enfrentamento dos efeitos do isolamento social.

Pontua-se que a utilização de valores mobiliários, para captação de recursos, por sociedades limitadas, não é novidade, dada a possibilidade da emissão de notas comerciais por este tipo societário (BRASIL, 2020, p. 08). Todavia, ainda no mesmo trecho, ratifica-se que a nota comercial ou *commercial paper* é espécie de valor mobiliário destinado a operações de curto prazo, ou seja, com propósito distinto daquilo que efetivamente se objetiva com a emissão de debêntures.

Destaca-se no texto do PL (2020, p. 07) que as debêntures representaram quase 50% do total de emissões no mercado de capitais doméstico, capitalizando o total de R\$117,4 bilhões de reais no ano de 2019. O percentual demonstra o papel de protagonismo que exerce o título de dívida no mercado financeiro brasileiro, visto que, como afirmado, as debêntures contam com um regime jurídico sólido e amplamente conhecido pelos investidores.

A tradição da utilização da debênture como instrumento de financiamento é circunstância que deve ser levada em consideração, trata-se de um regime estabelecido há mais de 40 anos, apresentando resultados extraordinários para as sociedades anônimas. Isso não quer dizer que não existam outros títulos, pelo contrário, a presença de variedade de produtos financeiros é um aspecto positivo do ponto de vista dos investidores.

Nestes termos, pela urgência e importância da ampliação dos instrumentos de financiamento de sociedades limitadas, o PL sugere a alteração da Lei 10.406/2002 (Código Civil) que deverá, por meio de dispositivos específicos, autorizar e determinar o procedimento para a emissão de debêntures por sociedades limitadas. Primeiramente, a regra é que as disposições do Capítulo V da Lei 6.404/1976, sendo

compatíveis com o regime da limitada, devem ser aplicadas à emissão, na forma do art. 155-A, §1 (BRASIL, 2020, p. 02).

Além disso, as debêntures poderão ser convertidas ou permutadas em quotas sociais, contudo, não sendo aplicável o aumento de capital derivado do art. 1.081, §1 do Código Civil de 2002²⁰ (§ 2º). Os sócios têm direito de preferência para subscrever debêntures conversíveis ou permutáveis, dentro da proporção da sua participação no capital social da empresa (§ 3º), a ainda, a sociedade limitada emissora de debêntures deverá ter dois livros específicos (§ 4º), quais sejam (I) de Registro de Debêntures Nominativas e (II) de Transferência de Debêntures Nominativas.

Os demais parágrafos tratam da necessidade de elaboração de demonstrações financeiras em conformidade com as normas que regem às companhias fechadas (§ 5º), da necessidade de a oferta pública ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (§ 5º) e da regulamentação da inscrição da escritura de emissão e registro dos livros (§ 7º). Em seguida, o art. 1.081 do Código Civil, que trata do aumento e redução do capital social, recebe um novo parágrafo, o qual estabelece que “§ 4o O aumento de capital decorrente da conversão de debêntures prevista no §2o do art. 1.055-A dispensa prévia integralização do capital social.”

Por fim, o artigo 1.093-A prevê o regime de emissão de debêntures por sociedades cooperativas, o qual deverá seguir a mesma ordenação do regime das limitadas, aplicando-se as idênticas limitações. Percebe-se que o intuito é buscar a reutilização de um sistema existente e não criar um sistema novo, adequando-o à realidade das sociedades limitadas e cooperativas, regidas pelo sistema normativo do Código Civil de 2002.

Em outras palavras, o sistema já se mostra adequado, visto que as sociedades empresárias têm liberdade de realizar negócios atípicos e por vezes que não estão expressos em Lei. No entanto, urge a necessidade de uma previsão literal de tal possibilidade, tendo em vista todas as dúvidas suscitadas e óbices criados em posicionamentos desfavoráveis à possibilidade de se emitir debêntures em sociedades limitadas.

²⁰ Art. 1.081. Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato. § 1 º-Até trinta dias após a deliberação, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares.

Assim sendo, trata-se de iniciativa legislativa proeminente, com excelentes perspectivas para o fomento da economia nacional, caso o PL seja efetivamente promulgado, se tornando Lei aplicável ao regime das sociedades limitadas e cooperativas. Por enquanto, o Projeto de Lei segue em fase de tramitação, com consulta pública disponível aos cidadãos cadastrados no site do Senado Federal.

4.2 A LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA COMO SINAL DE UMA HERMENÊUTICA JURÍDICA QUE PRIVILEGIA A AUTONOMIA PRIVADA DAS PARTES

Em 2019, com intuito de fomentar a economia brasileira e aperfeiçoar o movimento de desburocratização da atividade empresarial, de importância salutar ao desenvolvimento nacional, o Congresso promulgou a Lei 13.874/2019, conhecida como a Lei de Liberdade Econômica, oriunda da Medida Provisória nº 881, revogando diversas leis ordinárias e até mesmo institutos do Código Civil de 2002. Trata-se de um marco importante para a atividade empresarial brasileira, na medida em que se estabeleceu, finalmente, em nossa legislação, algumas premissas que já eram subentendidas na atividade negocial.

Conforme Eduardo Tomasevicius (2019, p. 106), é possível reunir os objetivos da Lei de Liberdade Econômica em duas categorias, sendo elas a liberdade como regra, e, a boa-fé nas relações entre Estado e particular. Quase todos os dispositivos centralizam essas duas ideias, designando a vontade negocial como premissa e limitando a regulação, muitas vezes excessiva e desmotivante, por parte do ente estatal.

Para Gustavo Tepedino e Laís Cavalcante (2020, p. 496-497), a Lei estabeleceu a interpretação contratual em conformidade ao escopo econômico pretendido pelas partes, sendo o princípio da boa-fé um limite negativo, posto que, deverá rechaçar o exercício abusivo de direitos pelas partes. Esta é a hermenêutica jurídica da referida Lei, a qual tem como função principal privilegiar a autonomia da vontade das partes contratantes em benefício da atividade empreendedora.

Na visão de Isabela Maiolino e Luciano Benetti Timm (2020, p. 290-291), a desburocratização proposta facilita o ambiente de negócios e melhora a performance das pequenas e médias empresas por meio da redução dos custos transacionais. A

partir deste discurso (2019, p. 303), pugna-se que a Lei busca aumentar a competitividade no mercado, o que é benéfico aos consumidores e aos pequenos empreendedores.

Todavia, ao mesmo tempo, muito critica-se a obviedade do ordenamento, conhecida na doutrina como uma mera replicadora de princípios basilares da atividade econômica já reconhecidos na Constituição Federal Brasileira e em diversas outras normas infraconstitucionais. Contudo, fato é que o seu texto reconheceu expressamente a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sob a atividade empresarial, em seu art. 2º, inciso III²¹ (BRASIL, 2019), um imenso avanço para a livre iniciativa.

O doutrinador José Romeu Garcia do Amaral (2016, p. 172) já preceituava, antes mesmo da promulgação da nova Lei, a atipicidade negocial como uma possibilidade no âmbito da autonomia privada, sendo plenamente viável a sujeição da sociedade limitada às regras do negócio típico previsto na Lei de Sociedades Anônimas, desde que não haja nenhuma estipulação em contrário no Contrato Social ou Estatuto da empresa. Logo, a Lei de Liberdade Econômica apenas reitera essa concepção de que particulares devem se sentir livres para estabelecer os pactos que melhor atendam as necessidades do seu negócio, desde que dentro da legalidade.

Não obstante, o autor evidencia a inversão de lógica entre público e privado no texto das decisões das Juntas Comerciais analisadas, posto que, o ato societário funda-se na autonomia privada, sendo impossível afastar a aplicação do referido princípio por meio do formalismo trazido pelo art. 887 do Código Civil de 2002. ²²O dispositivo supracitado trata do regime dos títulos de crédito, como visto, inaplicável às debêntures que possuem disciplina jurídica própria fixada na LSA e na Lei nº 6.385/76 (AMARAL, 2016, p. 173).

Nesta conjectura, as decisões dos órgãos do Governo não devem ser desmedidas e a imposição de limites precisa se ater ao que é determinado em Lei, a partir do filtro hermenêutico estabelecido pela Lei de Liberdade Econômica (PIRES, 2021, p. 102). Ainda no mesmo raciocínio, neste caso, as decisões da Junta Comercial do Estado

²¹ Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: III - a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas;

²² Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.

de São Paulo (JUCESP) e da Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro (JUCERJA) podem ser enquadradas em hipóteses de abuso regulatório, quando não realizam o registro de uma emissão almejada, a partir de critérios descontextualizados com o que estabelece o ordenamento.

Desta forma, a emissão de debêntures por uma sociedade limitada envolve tão somente a vontade da parte negociante (sociedade emissora), sendo desnecessária qualquer autorização ou permissão para ser efetivamente válida (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 651). Ainda no mesmo entendimento (2013, p. 652), repisa-se que a debênture é a mera formalização de uma dívida, assim como qualquer outra oriunda dos contratos de mútuo estabelecidos com instituições financeiras ou quaisquer outros credores, portanto, não merece tratamento exclusivo.

Assim, por meio dos desdobramentos do princípio da liberdade, a possibilidade de criar e explorar uma atividade econômica em caráter privado, com intervenção estatal mínima, possibilita que a emissão de debêntures por sociedades limitadas seja viável (JANGUIÊ, 2021, p. 145). Isso porque, no direito privado, tudo aquilo que não está expressamente proibido deve ser considerado permitido, essa é a máxima que foi corroborada com a promulgação da Lei de Liberdade Econômica, a partir de uma hermenêutica que privilegia, ainda mais, a liberdade de escolha do ente privado.

O autor ainda evidencia que a própria redação original do art. 16 da Medida Provisória nº 881 incluía um parágrafo no art. 1.055 do Código Civil, ²³estabelecendo a possibilidade de a sociedade limitada emitir debêntures através de oferta privada, isto é, nas condições estabelecidas na escritura de emissão. De qualquer modo, fato é que o dispositivo não foi promulgado, perdurando a falta de previsão legal para que sociedades limitadas possam emitir debêntures, por uma escolha legislativa que não prestigia a liberdade negocial.

Por todo o exposto, em face desta lógica interpretativa das relações econômicas privadas, emanada da Lei de Liberdade Econômica, percebe-se que aos particulares é destinada maior autonomia para a tomada de decisões, o que corrobora para que hipóteses como a da emissão de debêntures por sociedades limitadas sejam factíveis.

²³ Art. 1.055. O capital social divide-se em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio.

Logo, faz-se essencial compreender a importância da regulação deste mercado no contexto das sociedades limitadas.

4.3 A ELEVADA IMPORTÂNCIA DA REGULAÇÃO DO MERCADO DE DEBÊNTURES EM SOCIEDADES LIMITADAS

Como percebido, a regulação do mercado de debêntures na perspectiva das sociedades limitadas ainda é inexistente e deve vencer alguns obstáculos para que seja concretizada. O Projeto de Lei nº 3324/2020, em trâmite no Senado Federal, mostra-se como um passo importante para tal consubstancialização, todavia, faz-se essencial que outras autoridades se manifestem sobre o tema e demonstrem interesse em apoiar e incentivar a alteração legislativa.

A normatização do mercado de debêntures apresenta-se como um grande mecanismo de impulsionamento da atividade econômica, seja a atividade de sociedades de pequeno e médio porte, ou até mesmo grandes sociedades que optam por permanecer em regime mais simples. Em exemplo, o autor Thales Janguie (2021, p. 192) cita a Volkswagen do Brasil LTDA que é uma sociedade de responsabilidade limitada com faturamento anual superior à 25 bilhões de reais, mas que não está apta para emitir debêntures meramente por efeito desta lacuna normativa.

Isso porque, como muito bem pontuam Marcelo Godke e Erick Frederico (2013, p. 645), há de se reconhecer que a sociedade limitada tem custos de constituição e manutenção muito inferiores às sociedades por ações, em razão da sua estrutura mais simples e flexível, sendo a mais adequada às necessidades das jovens *startups* desenvolvedoras de tecnologia, à exemplo.

Reconhece-se estar-se-á diante de uma omissão normativa, todavia, é fato que não existe proibição, o que culmina, desta vez por uma outra razão, na importância da regulação deste mercado. No Brasil, não existe Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração (DREI) que discipline a questão, mas tão somente barreiras práticas, sobretudo ligadas aos custos inerentes da distribuição e da necessidade de um elevado nível de transparência (PIRES, 2021, p. 130).

Os juristas Marcelo Godke Veiga e Erik Oioli (2013, p. 662) asseveram que, sem a estrutura jurídica adequada, poucas empresas de tecnologia, como *startups*, conseguirão vencer, e por isso, o Código Civil deve permitir o acesso das sociedades limitadas ao mercado de capitais. Em acréscimo, os doutrinadores afirmam que é papel da CVM flexibilizar as suas regras e facilitar esse acesso por meio de outros tipos de investimento.

Ainda no mesmo raciocínio, os intérpretes da Lei, como as Juntas Comerciais, e demais reguladores do mercado de debêntures devem compreender que o mercado de capitais é um local que deve estimular a circulação de riquezas. Desta forma, se as sociedades limitadas são o tipo societário em maior número de empresas ativas no Brasil, incluindo negócios de pequeno, médio e grande porte, não há dúvida que essas movimentam grande capital.

O autor José Romeu (2016, p. 183) sugere possível disciplina jurídica para a regulação da emissão de debêntures por sociedades limitadas, atendo-se apenas às ofertas privadas e ofertas públicas com esforços restritos. Consoante Thales Janguê (2021, p. 189), para caracterizar uma oferta como pública ou privada, resta definir a situação dos ofertados (natureza subjetiva), isto é, trata-se de uma análise de quem serão os destinatários da emissão.

Portanto, nas palavras do doutrinador, pode-se dizer que:

Deve ser definida como emissão privada aquela que é promovida, de forma direta, pela própria emissora, por intermédio de pessoas físicas ou jurídicas que tenham interesse na aquisição do título, sem o uso de processos de oferta dos papéis ou de convocação de subscritores e, como emissão pública, aquela em que o processo de captação de recursos ocorre com investidores do mercado de capitais pelas regras da CVM.

Logo, nos termos da proposta de José Romeu (2016, p. 183-186), a oferta privada seria possível desde que comprovada a presença de alguns dispositivos no Contrato Social da sociedade emissora, desde já, a regência supletiva pelas normas da Lei de Sociedades Anônimas (art. 1.053, P.U. do CC/2002),²⁴ a instituição de um Conselho

²⁴ Art. 1.053. A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples. Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.

Fiscal (art. 1.066 do CC/2002), ²⁵a opção pelo regime da assembleia ou reunião de sócios para deliberações sociais (art. 1.072 do CC/2002) ²⁶e, por fim, a publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras (art. 1.152, §1 do CC/2002).

²⁷Quanto à oferta pública com esforços restritos, além de observar os itens aplicáveis à oferta privada, deverá se atentar à regulação estabelecida pela CVM.

Trata-se de uma sugestão interessante e que muito se assemelha ao que determina o Projeto de Lei 3324/2020, ou seja, uma ampliação do rol de tipos societários aptos a emitir debêntures e comercializá-las, adequando-se o regime da sociedade limitada aos parâmetros estabelecidos na Lei de Sociedades Anônimas. Portanto, neste caso, o caminho é desburocratizar o acesso ao capital e não o oposto, permitindo que as limitadas realizem ofertas de debêntures e de outros títulos de dívida (VEIGA; OIOLI, 2013, p. 662).

De qualquer modo, o importante é reconhecer que a emissão de debêntures pela limitada estará sujeita à uma análise de viabilidade econômica da sociedade emissora, que, deverá provar possuir as condições necessárias para honrar os seus compromissos financeiros (JANGUIÊ, 2021, p. 194). Sabe-se que essa não será uma alternativa possível ao financiamento da totalidade de sociedades limitadas existentes no país, visto que, muitas não conseguirão atender aos requisitos impostos, contudo, a legislação deve permitir que o ente tenha ao seu alcance todas as ferramentas para a capitalização.

Como determina Paula Forgioni (2018, p. 235), é interessante trabalhar a racionalidade econômica dos negócios para que se alcance a racionalidade jurídica, a partir da temperança de regras e princípios existentes no ordenamento. Ainda no entendimento da autora, para realizar a atividade legislativa, é fundamental

²⁵ Art. 1.066. Sem prejuízo dos poderes da assembléia dos sócios, pode o contrato instituir conselho fiscal composto de três ou mais membros e respectivos suplentes, sócios ou não, residentes no País, eleitos na assembléia anual prevista no art. 1.078.

²⁶ Art. 1.072. As deliberações dos sócios, obedecido o disposto no art. 1.010, serão tomadas em reunião ou em assembléia, conforme previsto no contrato social, devendo ser convocadas pelos administradores nos casos previstos em lei ou no contrato.

²⁷ Art. 1.152. Cabe ao órgão incumbido do registro verificar a regularidade das publicações determinadas em lei, de acordo com o disposto nos parágrafos deste artigo.

§ 1º Salvo exceção expressa, as publicações ordenadas neste Livro serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o local da sede do empresário ou da sociedade, e em jornal de grande circulação.

compreender os comportamentos produzidos por motivações muitas vezes egoístas, mas de importância salutar ao funcionamento da atividade empresarial.

Em outras palavras, o alto potencial de geração de riquezas da debênture é causa econômica para o exercício legislativo, visto que, a partir de uma regulação expressa a omissão seria resolvida, possibilitando a inserção das sociedades limitadas no mercado de debêntures. De qualquer modo, é fato que as emissões estão legalmente permitidas, ainda que não haja Lei específica, diante da liberdade econômica dos entes privados de realizar negócios jurídicos típicos e atípicos.

A empresa é uma realidade dinâmica que deve ser aperfeiçoada conforme o interesse social, sendo indispensável um tratamento legislativo que estimule os princípios da livre iniciativa e da liberdade econômica nos ambientes estritamente privados. Para tanto, infelizmente, muitas normas precisarão dizer o óbvio, visto que, a omissão, na maior parte dos casos, acaba por prejudicar o desenvolvimento da atividade econômica dos agentes de mercado.

5 CONCLUSÃO

Hodiernamente, a debênture é um valor mobiliário previsto em capítulo específico da Lei de Sociedades Anônimas, negociada na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão e regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Trata-se de um título com natureza pluralizada, na medida em que possibilita a execução de negócios jurídicos diversos, comumente utilizada em operações de médio e longo prazo, servindo de instrumento de empréstimos financeiros no mercado de renda fixa.

Até o momento da sua comercialização, a debênture deve passar por algumas etapas, com rito detalhado na Lei 6.404/1976, o qual é objeto de avanços tecnológicos importantes nos últimos anos, como a possibilidade dos registros mecanizados que substituíram os Livros guardados na companhia. Em síntese, a debênture é um importante instrumento de viabilização empresarial das sociedades anônimas e um facilitador da circulação do capital investido na atividade empresarial brasileira, muito mais lucrativo em comparação aos financiamentos realizados no mercado bancário.

Por outro lado, as sociedades limitadas são reguladas pelo Código Civil Brasileiro, sendo grandes potencializadoras da abertura de empresas no Brasil, em razão da sua estrutura mais simples, e conseqüentemente, mais acessível, o que estimula diretamente a criação de novos negócios. Entretanto, a escassez de formatos de investimento possíveis ao âmbito dessas empresas retarda os resultados econômicos das limitadas, logo, é de suma importância pensar em alternativas.

As sociedades limitadas são o tipo societário em maior número no Brasil, atendendo desde pequenas empresas até sociedades de grande porte, portanto, não se trata de um ente secundário, pelo contrário, devem ser consideradas um importante instrumento de fomento à pesquisa, inovação e tecnologia na atividade empresarialista. Assim sendo, a sua importância comunitária demanda reflexões sobre todas as dificuldades enfrentadas por essas empresas na obtenção de crédito para a consecução do seu objeto social.

Desta forma, evidencia-se no corpo do trabalho os principais formatos de investimento disponíveis às sociedades limitadas agora. Primeiramente, salienta-se o mútuo bancário, com altas taxas de juros aplicadas, fator que dificulta a manutenção dessas

empresas em um longo prazo, contudo, esta segue sendo a primeira opção da maioria esmagadora dos empresários.

Em seguida, o mútuo conversível é outra opção, espécie que traz dinamismo ao financiamento empresarial e corrobora para o movimento de desmonopolização da atividade bancária. No entanto, o mútuo não deixa de ser um contrato bilateral com condições de investimento distintas do investimento realizado via a obtenção de um valor mobiliário.

Ao final, explora-se a aplicabilidade da nota comercial no ordenamento jurídico brasileiro a partir das mudanças trazidas pela Lei 14.195/2021. Trata-se de valor mobiliário que poderá ser emitido por sociedades empresárias limitadas, inclusive em negociações diretas com o investidor, entretanto, com propósitos distintos do da debênture, sendo completamente possível que as espécies convivam, de maneira complementar.

Nesta senda, constatou-se que, neste cenário de insuficiência de meios de investimento, as maiores prejudicadas são as empresas de pequeno porte, sobretudo pela dificuldade na oferta de garantias no momento de obtenção do crédito. Por outro lado, mesmo com tais dificuldades, as pequenas e médias empresas seguem sendo grandes potencializadoras do desenvolvimento nacional, pela alta circulação de riquezas, e justamente por isso, devem ser mais bem inseridas no mercado creditício brasileiro.

Para tanto, provou-se essencial a flexibilização dos formatos de investimento disponíveis à estrutura dos pequenos negócios, sendo o financiamento via debênture alternativa que se mostra plenamente possível no contexto das sociedades empresárias limitadas. Todavia, alguns entendimentos contrários, de doutrinadores e Juntas Comerciais, obstam tal financiamento a se concretizar.

O primeiro motivo identificado para a emissão de debêntures como hipótese exclusiva das sociedades por ações é a menção ao termo “companhia” presente na disposição trazida pelo art. 52 da LSA, a qual aduz que “a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes na escritura de emissão, e, se houver, do certificado”.

Outro fundamento comumente utilizado é a natureza incompatível das sociedades limitadas com o regime de emissão de debêntures, em razão do caráter institucional

das sociedades anônimas, como se as debêntures fossem valores mobiliários exclusivos de empresas com estrutura robusta e altamente segmentada. Ocorre que, não existe disposição neste sentido na Lei 6.404/1976, em verdade, sabe-se que o diploma normativo poderá reger supletivamente a sociedade limitada que já emite outros valores mobiliários.

Não obstante, apontou-se que, outra barreira imposta é a regulação, e por vezes contraditória, realizada pela Comissão de Valores Mobiliários, posto que esta já permite a emissão de outros valores mobiliários, mas segue criando obstáculos para o mercado de debêntures. Dessa forma, visto que a Lei 6.385/1976 não cria distinções entre os valores mobiliários, não há razão para se excluir a debênture como hipótese do financiamento em limitadas.

Nesta senda, evidenciou-se que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Departamento Nacional de Registro Empresarial e de Integração (DREI) nunca se posicionaram expressamente sobre o tema, criando lacunas regulatórias que deveriam ser interpretadas à luz dos princípios da liberdade econômica e autonomia privada. No entanto, por outro lado, as Juntas Comerciais se recusam a realizar o registro de emissão de debêntures em sociedades limitadas, de maneira arbitrária e ilegal.

Em um ambiente estritamente particular, não há motivo para que negócios jurídicos sejam inviabilizados pela falta de lei expressa, ou ainda, interpretações jurídicas que não privilegiam a liberdade das partes. A vontade da parte negociante (sociedade emissora) deve ser privilegiada, logo, não compete às Juntas Comerciais barrar o registro dessa emissão, mas sim utilizar a lógica interpretativa reverberada na Lei de Liberdade Econômica.

Trata-se de dizer que às partes estão disponíveis firmar e manter relações privadas através de negócios jurídicos atípicos, desde que não haja nenhuma proibição legal. No entanto, em face da falta de regulamentação específica para a emissão de debêntures em outros tipos societários, tal cenário de incertezas prejudica as sociedades empresárias limitadas que não conseguem financiar-se via debêntures, perpetrando-se importante que novas normas sejam introduzidas em benefício do tipo societário.

A nova normatização, além de estimular a atividade econômica brasileira em prol do desenvolvimento nacional, flexibilizando os caminhos de acesso ao crédito pelas sociedades limitadas, resolveria uma imprecisão normativa que já se mostrou plenamente resolvível. Para tanto, existe um Projeto de Lei em tramitação do Senado Federal, o qual também foi analisado por este trabalho, introduzindo mudanças ao regime do Código Civil de 2002.

Trata-se de iniciativa que tem como escopo favorecer a atividade empresarial realizada pelas sociedades limitadas, estimulando a racionalidade econômica dos negócios e facilitando a entrada das limitadas no mercado de capitais. O exercício legislativo, portanto, atuará como um balizador, adequando o mercado de debêntures à realidade das sociedades empresárias limitadas, posto que essa conta regime específico.

REFERÊNCIAS

SEBRAE; BACEN. **Indicadores de crédito das micro e pequenas empresas (MPE) no Brasil**. II Fórum de Cidadania Financeira. 2018. Disponível em: <https://bit.ly/3foG1GD>. Acesso em: 14 mar. 2023.

AGUSTINHO, Kharen Kelm Herbst; OLIVEIRA, Eduardo. **O Investimento-Anjo como Instrumento de Desenvolvimento Econômico no Brasil**. Revista Direito e Desenvolvimento, Paraná, v. 2, n. 10, p. 242-255, 21 nov. 2019. Mensal. Disponível em: <https://periodicos.unipe.br/index.php/direitoedesenvolvimento/article/view/1127/660>. Acesso em 05 abr. 2023.

ALMEIDA; CINTRA; JACOB; NOVAES; FILLETI. Padrões de Financiamento das Empresas: A Experiência Brasileira. *In: Financiamento das Corporações: Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro*. Coord(s): CINTRA, Marcos Antônio Macedo; FILHO, Edilson Benedito da Silva: Brasília: IPEA, 2013. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2414/1/Livro_%20Financiamento%20das%20Corporações%20perspectivas%20do%20desenvolvimento%20brasileiro.pdf. Acesso em 29 mar. 2023.

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio sobre o regime jurídico das debêntures**. 2 ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ANBIMA, **Ano tem recorde de captações com renda fixa**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/41/32/C1/E8/2F7675106582A275862C16A8/bol-mc_080_jan2013_1_.pdf. Acesso em 02 abr. 2023.

ANBIMA, **Guia de Debêntures: Área de Estudos Regulatórios**, 2018 Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/6B/90/A3/0C/20C39510C033929568A80AC2/Guia-atualizacao-debentures.pdf>. Acesso em: 26 abr. 2023.

ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Créditos**. 1 ed. Campinas: Servanda, 2009.

BLANCO, Cristiano Ribeiro Furtado. **A Emissão de Debêntures pela Sociedade Limitada**. 2017. 43 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. Disponível em: https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/2480/5/Cristiano%20Ribeiro%20Furtado%20Blanco_Trabalho.pdf. Acesso em: 25 fev. 2023.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 15 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BRASIL, **Decreto nº 22.626**, DE 07 DE ABRIL DE 1993. Dispõe sobre os juros nos contratos e da outras providencias. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d22626.htm. Acesso em 25 abr. 2023.

BRASIL, **Decreto nº 3.708**, DE 10 DE JANEIRO DE 1919. Regula a constituição de sociedades por quotas, de responsabilidade limitada. Disponível em:

https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d3708.htm. Acesso em 25 abr. 2023.

BRASIL, **Decreto nº 57.663**, DE 24 DE JANEIRO DE 1966. Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/antigos/d57663.htm#:~:text=DECRETO%20Nº%2057.663%2C%20DE%2024,de%20câmbio%20e%20notas%20promissórias. Acesso em 10 abr. 2023.

BRASIL, **Lei Complementar nº 123**, DE 14 DE DEZEMBRO DE 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em 17 abr. 2023.

BRASIL, **Lei Complementar nº 182**, DE 01 DE JUNHO DE 2021. Institui o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de Dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de Dezembro de 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acesso em 17 fev. 2023.

BRASIL, **Lei nº 10.198**, DE 14 DE FEVEREIRO DE 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10198.htm. Acesso em 01 mai. 2023.

BRASIL, **Lei nº 10.406**, DE 10 DE JANEIRO DE 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em 17 fev. 2023.

BRASIL, **Lei nº 13.105**, DE 16 DE MARÇO DE 2015. Institui o Código de Processo Civil. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm. Acesso em 17 fev. 2023.

BRASIL, **Lei nº 13.874**, DE 20 DE SETEMBRO DE 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e estabelece garantias de livre mercado. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm. Acesso em 17 abr. 2023.

BRASIL, **Lei nº 14.195**, DE 26 DE AGOSTO DE 2021. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas sobre a proteção de acionistas minoritários, sobre a facilitação do comércio exterior, sobre o Sistema Integrado de Recuperação de Ativos (Sira), sobre as cobranças realizadas pelos conselhos profissionais, sobre a profissão de tradutor e intérprete público, sobre a obtenção de eletricidade, sobre a desburocratização societária e de atos processuais e a prescrição intercorrente na Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2021/lei/L14195.htm. Acesso em 18 abr. 2023.

BRASIL, **Lei nº 4.595**, DE 31 DE DEZEMBRO DE 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em 02 mar. 2023.

BRASIL, **Lei nº 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. Acesso em 16 mar. 2023.

BRASIL, **Lei nº 6.404**, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 15 fev. 2023.

BRASIL, **Lei nº 8.021**, DE 12 DE ABRIL DE 1990. Dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8021.htm. Acesso em 15 mar. 2023.

BRASIL, **Manual de Registro da Sociedade Limitada**, DE 15 DE JUNHO DE 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/drei/legislacao/arquivos/legislacoes-federais/in-81-2020-anexo-iv-manual-de-ltda-alterado-pela-in-55-de-2021-revisado-10jun2021.pdf>. Acesso em 10 abr. 2023.

BRASIL, **Mapa de Empresas: Boletim do 3º quadrimestre/2022**. Disponível em: <https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/mapa-de-empresas/boletins/mapa-de-empresas-boletim-3o-quadrimestre-2022.pdf>. Acesso em 26 abr. 2023.

BRASIL, **Projeto de Lei nº 3324**, DE 16 DE JUNHO DE 2020. Altera a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 para autorizar a emissão de debêntures por sociedades limitadas e cooperativas. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/142510>. Acesso em 18 abr. 2023.

CABRAL, Bruno Feigelson Fonseca; Erik Fontenele Nybo; Victor; NYBO, Erik Fontenele; CABRAL, Victor. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

CAMPINHO, **Sérgio. Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 15 ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2018.

CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. O Recesso na Sociedade Limitada. *In*: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CARVALHO, Paula Silva de. **Perfil e Determinantes do Mercado de Debêntures no Brasil no Período 2004-2014**. 2017. 143 f. Tese (Doutorado) - Curso de Economia - Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017. Disponível em:

<https://www.ie.ufrj.br/images/IE/PPGE/teses/2017/Paula%20Silva%20de%20Carvalho.pdf>. Acesso em: 03 mar. 2023.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**: volume: artigos 1º a 74. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil: parte especial do Direito de Empresa**: volume: artigos 1.052 ao 1.195. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

CAVALCANTE, Francisco de Assis Cunha. **O Impacto do Uso de Capital de Terceiros no Financiamento das Atividades de Curto Prazo de uma Pequena Empresa do Mercado Óptico Varejista de Fortaleza**. 2005. 77 f. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Administração, Atuaria e Contabilidade, Curso de Economia, Administração, Atuaria e Contabilidade do Centro de Treinamento e Desenvolvimento – Cetrede - Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2005. Disponível em: https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/40559/1/2005_tcc_faccavalcante.pdf. Acesso em: 25 mar. 2023.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**: volume 1, direito de empresa. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**: volume 2, direito de empresa. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

COELHO, Giulliano Tozzi. **A Utilização de Títulos de Dívida Conversíveis para o Investimento Anjo em Startups no Brasil: risco e segurança jurídica**. 2018. 178 f. Dissertação. (Mestrado) - Curso de Direito - Universidade do Vale dos Sinos - UNISINOS, São Leopoldo. 2018. Disponível em: http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/7122/Giulliano%20Tozzi%20Coelho_.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em 25 abr. 2023.

CRUZ, André Luiz Santa. **Curso de Direito Empresarial**: o novo regime jurídico empresarial brasileiro. Salvador: Juspodium, 2009.

CRUZ, André Luiz Santa. **Direito Empresarial**. São Paulo: Método, 2019.

CVM, **Instrução Normativa 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. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em 05 mar. 2023.

CVM, **Instrução Normativa 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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em 10 abr. 2023.

CVM, **Mercado de valores mobiliários brasileiro/Comissão de Valores Mobiliários**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: https://gmw.investidor.gov.br/wp-content/uploads/2021/03/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed-1.pdf. Acesso em 26 abr. 2023.

CVM, **Resolução CVM 88**, DE 27 DE ABRIL DE 2022. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol088.html>. Acesso em 12 abr. 2023.

DIÁRIO DO COMÉRCIO, **Uma nova sociedade limitada?** Disponível em: <https://dcomercio.com.br/publicacao/s/uma-nova-sociedade-limitada>. Acesso em 02 abr. 2023.

DIDIER JUNIOR, Fredie; CUNHA, Leonardo Carneiro da; OLIVEIRA, Rafael Alexandria de; BRAGA, Paula Sarno. **Curso de Direito Processual Civil**. 13. ed. Salvador: Juspodium, 2023.

DINIZ, Thales Janguê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**. 2022. 208 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Programa de Estudos Pós-Graduados Em Direito da Pontifícia Universidade Católica, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/handle/handle/25789>. Acesso em: 08 mar. 2023.

DREI, **Instrução Normativa nº 81**, DE 10 DE JUNHO DE 2020. Dispõe sobre as normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas, bem como regulamenta as disposições do Decreto nº 1.800, de 30 de janeiro de 1996. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/instrucao-normativa-n-81-de-10-de-junho-de-2020-261499054>. Acesso em 12 abr. 2023.

EIZIRIK, Nelson. Emissão de Debêntures. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 721, n 02, p. 52-61, 01 nov. 1995. Mensal. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3259934/mod_resource/content/0/EIZIRIK.%20Emiss%20de%20Deb%20entures%20-%20Aula%204.pdf. Acesso em: 19 mar. 2023.

FONSECA, Victor Cabral; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Financiamento de startups: aspectos econômicos dos investimentos de alto risco e mecanismos jurídicos de controle. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, [S.L.], v. 9, n. 1, p. 319, 18 jul. 2018. Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUCPR. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.7213/rev.dir.econ.soc.v9i1.18438>. Acesso em: 19 mar. 2023.

FORGIONI, Paula A.. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 3. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.
GODKE Veiga, M., MCCAHERY, J.A. The Financing of Small and Medium-Sized Enterprises: An Analysis of the Financing Gap in Brazil. **Eur Bus Org Law Rev**. V

20, p. 633–664, 19 nov. 2019. Mensal. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s40804-019-00167-7>. Acesso em: 10 abr. 2023.

GODKE VEIGA, Marcelo e OIOLI, Erik Frederico. As Sociedades Limitadas e o Mercado de Capitais. *In: Sociedade Limitada Contemporânea*. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

HUBNER, Pablo Henrique e SILVA; Filipe Augusto. Crises econômico-financeiros nas microempresas e empresas de pequeno porte: uma análise jurídica. **Revista de Direito Privado**, Rio de Janeiro, v. 76, n. 02, p. 15-46, 01 abr. 2017. Mensal.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed. São Paulo: Forense, 2017.

LANA, Eduardo Goulart Pimenta e Henrique Avelino. A Análise Econômica das Sociedades Limitadas: Imprescindível Reflexão. **Revista em Tempo**, Belo Horizonte, v. 12, n 02, p. 144-177, 06 ago. 2013. Semestral. Disponível em: <https://revista.univem.edu.br/emtempo/article/view/400/325> . Acesso em: 19 mar. 2023.

LAQUS, **Qual a diferença entre debêntures e comercial papers?** Disponível em: <https://www.laqus.com.br/qual-a-diferenca-entre-debentures-e-commercial-papers/>. Acesso em 05 abr. 2023.

LOPES, Luiz Ferreira Xavier Borges e Lilia Maria P. M. Bittencourt. Os Valores Mobiliários e a Captação de Empréstimos no Mercado Financeiro Doméstico. **Revista do Bndes**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 15, p. 289-308, 01 jun. 2001. Semestral. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13426/1/RB%2015%20Os%20Valores%20Mobiliários%20e%20a%20Captação%20de%20Empréstimos%20no%20Mercado%20Financeiro%20Doméstico_P_BD.pdf. Acesso em: 02 abr. 2023.

MAIOLINO, Isabela; TIMM, Luciano Benetti. Contribuições da Análise Econômica do Direito para a Lei de Liberdade Econômica Instituições e Custos de Transação. *In: Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. 1ª edição. Coord(s): Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Bôas Cueva e Ana Frazão. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

MAMEDE, Gladson. **Manual de Direito Empresarial**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2017

MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**. 41. ed. São Paulo: Forense, 2022.

MATIAS, João Luis Nogueira. Sociedade limitada: evolução e função econômica. **Revista Jurídica da Fa7**, Fortaleza, v. 7, n. 01., p. 105-117, 07 de set. 2010. Semestral. Disponível em: https://repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/53651/1/2010_art_jlnmatias.pdf. Acesso em 05 abr. 2023.

MELO, Sabrina Tôres Lage Peixoto de. **Sociedade Empresária e Sociedade Anônima Fechada**. 2014. 273 f. Tese (Doutorado) - Curso de Direito, Curso de Direito - Programa de Estudos Pós-Graduados Em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: http://www.biblioteca.pucminas.br/teses/Direito_MeloSTL_1.pdf. Acesso em: 03 mar. 2023.

MOLINA, Fabiana Ricardo. **Do regime jurídico das debêntures**. 2019. 168 f. Dissertação (Mestrado) Curso de Direito - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22852/2/Fabiana%20Ricardo%20Molina.pdf>. Acesso em: 06 abr. 2023.

MORETTI, Eduardo. OLIVEIRA, Leandro Antônio Godoy. Contrato de mútuo conversível aplicado ao investimento em *startups*. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 109, n. 1020, p. 101-115, 01 de out. 2020. Mensal.

NEGRÃO, Ricardo. **Curso de Direito Comercial e de Empresa**: teoria geral da empresa e direito societário. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. 1 v.

PARENTONI, Leonardo Netto. Sociedade limitada: algumas das principais diferenças entre as legislações brasileira e estadunidense. **Revista Opinião Jurídica (Fortaleza)**, [S.L.], v. 17, n. 24, p. 72, 23 out. 2018. Instituto para o Desenvolvimento da Educação. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.12662/2447-6641oj.v17i24.p>. Acesso em: 24 mar. 2023.

PAULIN, Luiz Alfredo. Breves anotações sobre o contrato de mútuo (empréstimo) bancário, repasse de recursos externos, repasse de recursos internos e financiamentos. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 98, n. 798, p. 78-102. 01 de abr. 2002. Mensal. Disponível em: <https://bd.tjdft.jus.br/jspui/handle/tjdft/32369>. Acesso em: 02 abr. 2023.

PEREIRA, Maria Marconiete Pereira. NÓBREGA, Sulamita Escarião. Função social das micro e empresas de pequeno porte no cenário econômico brasileiro. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 24, n. 3, p. 143-157, nov. 2020. Semestral. Disponível em: 10.5433/2178-8189.2020v24n3p143. ISSN: 2178-8189. Acesso em: 04 abr. 2023.

PIRES, Andressa Borges Monteiro. **Uma Nova Esperança: Emissão de Debêntures por Sociedades Limitadas**. 2021. 145 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito - Programa de Pós- Graduação em Direito Constitucional (PPGD), da Universidade de Fortaleza (UNIFOR), Fortaleza, 2021. Disponível em: <https://uol.unifor.br/oul/conteudosite/F10663420210625133713618870/Dissertacao.pdf>. Acesso em: 25 abr. 2023.

PITTA, André Grünspun. A Possibilidade de Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada Regida Supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: **Sociedade Limitada Contemporânea**. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RIZZARDO, Arnaldo. Juros no mútuo bancário. *In: Direito empresarial: direito bancário. Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 7, n. 03, p. 630-640, 01 de jun. 2011. Mensal.

RODRIGUES, Luís Eduardo Ferreira. MENDONÇA, Saulo Bichara. Saulo Bichara. Como a IN 38/2017 e a LC 182/2021 alteraram e criaram alternativas aos Contratos de Investimento nas Sociedades Limitadas. **Revista Portuguesa de Ciências Jurídicas**, Brasília, v. 3, n. 01, p. 230-238, 01 ago. 2022. Mensal. Disponível em: <https://revistas.editoraenterprising.net/index.php/rpcj/article/view/441/680>. Acesso em 19 mar. 2023.

ROVAI, Armando Luiz. Sociedade Limitada: Registro de Empresa, Dificuldades Desnecessárias para o Desenvolvimento do Brasil - Temas Polêmicos a Partir de Incertezas Legislativas. *In: Sociedade Limitada Contemporânea*. Coleção IDSA. Coord(s): AZEVEDO, Luis André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SEBRAE. **Financiamento dos pequenos negócios**. 2019. Disponível em: <https://bit.ly/38QA4A8>. Acesso em: 14 mar. 2023.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Os riscos do investidor-anjo nos contratos conversíveis de investimento em startups**. 2019. 107 f. Dissertação. (Mestrado Profissional) - Curso de Direito - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV), São Paulo, 2019. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/27289/Monografia_190326_Monografia%20-%20Emanuel%20Lima_sem%20marcas.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 05 abr. 2023.

TEPEDINO, Gustavo; CAVALCANTI, Laís. Notas sobre as Alterações Promovidas pela Lei Nº 13.874/2019 nos Artigos 50, 113 e 421 do Código Civil. *In: Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro*. 1ª edição. Coord(s): Luis Felipe Salomão, Ricardo Villas Bôas Cueva e Ana Frazão. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A tal “lei da liberdade econômica”. **Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo**, [S.L.], v. 114, p. 101-123, 26 out. 2019. Universidade de São Paulo, Agência USP de Gestão da Informação Acadêmica. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.2318-8235.v114p101-123>. Acesso em 25 abr. 2023.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**. 13. ed. São Paulo: Saraivajur, 2022. 1v.

YAZBEK, Otávio. A modernização do regime de debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil (*The modernization of the debenture legal regime and the creation of a long term debt market in Brasil*) - *In: Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. Organizadores: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; JR.,

Walfrido Jorge Warde e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares, São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de mútuo conversível em participação societária**. 2022. 116 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022. Disponível em:

<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/25999/1/Rodrigo%20Domingos%20Zirpoli.pdf>. Acesso em 04 mar. 2023.

ZYSMAN, John. **Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and Politics of Industrial Change**. 1ed. New York: Cornell University Press, 1983.

Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7555843/mod_resource/content/1/Zysman%20John%20%281983%29%20Governments%20Markets%20and%20Growth.%20Financial%20Systems%20and%20the%20Politics%20of%20Industrial%20Change.%20Chap.%202%20%22Finance%20and%20the%20Politics%20of%20Industry%20Ithaca%20Cornell%20University%20Press..pdf. Acesso em 25 abr. 2023.