

DOCTRINA

A DEBÊNTURE CONVERSÍVEL EM AÇÕES E O EXERCÍCIO AUTÔNOMO DO DIREITO À SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES

JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA
Procurador do Estado
Professor de Direito Comercial

O estudo do exercício autônomo do direito à subscrição exige, como introdução, um exame, ainda que superficial, da debênture comum e da debênture conversível. Assim, tentaremos bosquejar uma sùmula dos aspectos essenciais desses títulos.

I — DEBÊNTURE

1. *Confronto com ações*

As sociedades anônimas, como se sabe, têm o seu capital fracionado em ações, as quais apresentam natureza de títulos de participação, atribuindo a seus titulares a condição de sócios da sociedade emitente.

As ações, por conseguinte, representam capital próprio da sociedade, figurando no seu passivo não exigível. Os rendimentos desses títulos — o dividendo — ainda quando as ações sejam preferenciais, com dividendos fixos e cumulativos, mesmo assim, não serão exigíveis e a sociedade, face ao princípio da intangibilidade do capital social, só os poderá distribuir quando houver lucro disponível.

As debêntures, ao contrário, não configuram capital próprio da sociedade. A empresa ao emití-las contrai uma dívida, colocando-se, destarte, diante de uma obrigação que figura no seu passí-

vo exigível. A debênture tem data de vencimento determinada e confere a seu titular uma renda fixa — juro — a qual independe do desempenho da sociedade, sendo por isso exigível, quer haja lucro, quer haja prejuízo. O credor por debênture, quando não atendido no vencimento, seja do título, seja de prestação de juros, poderá executar a sociedade inadimplente.

Quem adquire ações, torna-se sócio da empresa — terá renda variável, participando do risco do empreendimento. Quem investe em debêntures, torna-se credor da empresa — terá renda fixa, não se sujeitando ao sucesso ou insucesso da sociedade.

Ambas, no entanto, funcionam como títulos de mercado e instrumentos de captação da poupança privada.

2. *Natureza do título*

A debênture, a uma primeira apreciação de sua natureza, despertaria a idéia de associá-la a uma promissória, pois, como esta, também incorpora uma declaração unilateral de vontade, consubstanciando uma promessa de pagamento de determinada importância na data do seu vencimento. Ela participa, evidentemente, do gênero *título de crédito*, desde que corporifica uma obrigação literal e autônoma. Todavia não se identifica com nenhum dos demais títulos, uma vez que apresenta características específicas bastante numerosas.

Trata-se de um título de massa, porquanto as debêntures são sempre emitidas em bloco — série.

A relação fundamental da qual deriva a série de debêntures é um mútuo, sendo cada debênture um título representativo de uma fração desse mútuo. Assim sendo, embora cada debênture, de per si, seja um título autônomo, ela se vincula, em diversos aspectos, aos demais títulos da mesma série, principalmente no que concerne a privilégios, garantias e comunhão de interesses, constituindo essa vinculação uma de suas características mais marcantes.

Trata-se de título causal, visto relacionar-se sempre a uma operação de mútuo, ou, melhor dizendo, a operação que tem a estrutura do mútuo, pois algumas vezes a finalidade da emissão

é, por exemplo, a dação das debêntures em pagamento ou a seu oferecimento em caução.

3. *Legitimidade e finalidade*

Apenas as sociedades anônimas e as em comandita por ações têm legitimidade para emitir debêntures (Decreto n.º 177-A, de 1893).

Convém notar que as sociedades de economia mista, sendo sociedades anônimas (art. 5.º, III, do Decreto-lei 200/67, com a redação que lhe foi atribuída pelo Decreto-lei 900/69), também têm legitimidade para emitir debêntures. A sociedade de economia mista é pessoa jurídica de direito privado e rege-se pela Lei de Sociedades por Ações. Assim, a ela se aplicam, salvo exceção consignada em lei, todos os institutos de direito comercial peculiares à sociedade anônima.

A emissão de debêntures apresenta-se, aliás, como um instrumento de excepcional valia para o financiamento de serviços públicos explorados por empresas de economia mista. Poder-se-á obter, por esse meio, a voluntária participação da poupança privada no financiamento dos serviços públicos, os quais nem sempre são suficientemente capazes de atrair um investimento direto em ações.

Como a sociedade de economia mista não se confunde com o Estado, nem tampouco a debênture guarda conotação com título de dívida pública, a emissão e colocação reger-se-ão pelos preceitos de direito comercial aplicáveis.

As debêntures se prestam normalmente a proporcionar à empresa emitente recursos a longo prazo, destinando-se, em regra, a financiar investimento fixo. É uma alternativa para o aumento de capital, sendo indicada nos casos em que o mercado não se encontra predisposto à absorção de ações, ou ainda quando aos antigos acionistas não convenha aumentar o capital próprio — com isto reduzindo o lucro por ação — bem como nas hipóteses em que um lançamento vultoso de ações (excesso de oferta) seja julgado inconveniente, dado os reflexos negativos que poderia operar sobre sua cotação em bolsa de valores. Muitos outros motivos poderiam ser alinhados, inclusive conveniência fiscal. Os juros das debêntures, diversamente dos dividendos, recebem, para fins tributários, o tratamento de despesa operacional.

4. Série

Como título fracionário que é, a debênture possibilita a emissão do empréstimo pretendido em inúmeros títulos de igual valor e de idênticas qualificações.

A emissão é feita por séries ou em uma série única. Uma nova série somente poderá ser emitida, depois de inteiramente colocada a anterior. Cada série será composta por debêntures necessariamente iguais, inclusive no que tange a data de vencimento, a qual terá que ser uniforme. Isso parece retirar ao lançamento a flexibilidade exigida pelos grandes empreendimentos, os quais impõem um fluxo de recursos sincronizado ao cronograma de execução do projeto. No entanto, na prática, há meios diversos de contornar essa contingência. Um deles seria a emissão de várias séries, com datas distintas de emissão e vencimento. Poder-se-ia, porém, optar por uma série única, com emissão em dia certo, mas com colocação em parcelas, e vencimento em data uniforme, mas com previsão de resgate antecipado, em datas prefixadas, de parcelas da emissão, mediante sorteio ou compra em bolsa de valores.

5. Garantias

O título se destaca ainda pela segurança de que se encontra revestido. Diversamente dos títulos de crédito em geral, falindo a sociedade emitente, o crédito do debenturista não será classificado como quirografário, pois a lei lhe atribui um privilégio geral sobre o patrimônio da sociedade emitente. Independentemente disso, a empresa emitente poderá, ainda, conferir-lhe lastro real, constituindo em benefício dos debenturistas hipoteca de determinados bens, assim como outras garantias reais. É possível ainda, para maior aceitação do título, dotá-lo de coobrigação (garantia pessoal) de terceiro, o qual, em certas circunstâncias, poderá ser uma instituição financeira.

O privilégio geral a que aludimos, quando haja emissão de diversas séries, alcançá-las-á a todas, mas haverá prioridade entre as séries, segundo a ordem de inscrição dos empréstimos (séries) no registro de imóveis.

6. Outros aspectos

Entre as condições da emissão poder-se-á prever a existência de uma comunhão de interesses entre os debenturistas de uma mesma série. Nesse caso, os debenturistas reunidos em assembléia geral poderão modificar algumas das condições da emissão, desde que haja aquiescência da assembléia geral da empresa emitente.

A emissão de uma série de debêntures depende sempre de aprovação pela assembléia geral da empresa emitente. A ata de que constar a aprovação deverá ser transcrita no Registro de Imóveis da sede da empresa e, havendo hipoteca, esta deverá ser inscrita no Registro de Imóveis, correspondente à localização do imóvel hipotecado.

A série de debêntures, uma vez emitida, poderá ser vendida, oferecida à subscrição ou mantida em carteira para o que bem aproouver.

O valor das diversas séries de debêntures emitidas ou a emitir não poderá exceder o capital social da emitente. Para as debêntures com correção monetária, a Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728/65) adotou, como limite máximo da emissão, o valor do patrimônio líquido da empresa.

II — DEBÊNTURE CONVERSÍVEL

1. Correção monetária

A Lei de Mercado de Capitais, ao criar a debênture conversível, procurou igualmente revitalizar o velho título, atribuindo-lhe correção monetária. Um título de longo prazo, como é a debênture, em um país em franco regime inflacionário, tornara-se inviável. A correção monetária afigurou-se o meio mais indicado para restabelecer o interesse dos investidores pela debênture.

Foi assim permitida a correção monetária das debêntures, desde que observados os seguintes requisitos:

- a) prazo de vencimento de, no mínimo, um ano;
- b) correção trimestral ou em períodos menores;
- c) intermediação de instituição financeira (underwriting).

2. Debêntures endossáveis

As debêntures, até o advento da Lei de Mercado de Capitais, não podiam adotar senão a forma ao portador. Atualmente, admite-se também a debênture endossável, a qual tem sua transferência submetida a princípios semelhantes aos aplicáveis às ações endossáveis.

3. Conversão

A Lei de Mercado de Capitais (art. 44) permitiu que as sociedades anônimas emitissem debêntures conversíveis em ações.

As debêntures conversíveis asseguram a seu titular o direito de convertê-las em ações da empresa emitente. Cria-se, então, uma opção para o debenturista: conservar a sua debênture até o resgate ou adquirir, a qualquer tempo, ações da emitente mediante a troca de sua debênture pelas ações.

A debênture conversível envolve, pois, além do direito de crédito, um direito à aquisição de ações da emitente (subscrição), cujo preço poderá ser pago (compensação) com o valor da debênture que para tanto será resgatada até mesmo antes do vencimento, isto é, na data da opção (conversão).

Podem, assim, ser vislumbrados na debênture conversível, os seguintes direitos:

- a) um direito de crédito, com vencimento certo;
- b) um direito de subscrição de ações, a ser exercido até a data de vencimento da debênture.

Além disso, há uma faculdade de antecipação de vencimento do crédito para fins de compensação, no caso de subscrição de ações.

A conversão ocorre, efetivamente, nos casos em que a subscrição e o resgate da debênture verificam-se concomitantemente. Contudo, como veremos posteriormente, o direito de subscrição poderá desvincular-se do direito de crédito e, nesse caso, a subscrição poderá ter lugar, independentemente do resgate do título e, conseqüentemente, sem conversão (compensação).

4. Direito de preferência

Como a debênture conversível confere a seu titular a possibilidade de se tornar acionista, os antigos acionistas conservam o direito de preferência para a sua aquisição. Antes de colocar as debêntures conversíveis, deve a empresa oferecer aos acionistas a preferência para a sua aquisição, tal como se estivesse lançando ações (art. 44, § 6.º). Nas sociedades de capital autorizado, a preferência poderá ser negada, caso as bases de conversão não atribuam ao debenturista o direito de adquirir ações por valor inferior ao de bolsa ou, inexistindo este, ao valor patrimonial das ações, na data da emissão das debêntures.

5. Condições para conversão

A empresa emitente deverá estabelecer, na assembléia que autorizar a emissão, as condições para conversão.

No concernente a época e prazo para o exercício do direito de conversão, a Resolução n.º 109, do Banco Central do Brasil, pouca liberdade deixou à emitente, pois fixou um prazo máximo de inconvertibilidade de noventa dias, contados da emissão. Destarte, a assembléia poderá fixar um prazo de inconvertibilidade de, no máximo, noventa dias. Findo esse prazo, a conversão (subscrição) poderá ser feita, a qualquer tempo, até o vencimento da debênture.

Definir as bases da conversão afigura-se problema tormentoso. Como, para fins de conversão (compensação), estabelecer o valor da debênture? E, por outro lado, quanto deve custar cada ação para o debenturista, ou, em outras palavras, quantas ações o debenturista poderá subscrever relativamente a cada debênture.

Para a debênture, normalmente, adota-se o valor nominal corrigido.

Para a ação, bases diversas têm sido utilizadas. Uma delas é o valor nominal, para muitos inadequados, pois obriga a empresa a diluir o seu capital, a fim de não prejudicar os antigos acionistas em benefício dos debenturistas.

O valor patrimonial da ação também apresenta inconvenientes, pois sendo um valor dinâmico, em constante mutação, exigiria, a cada momento em que houvesse opção por subscrição, o levantamento de um balanço patrimonial, além de, o que é mais grave,

criar condições para dúvidas e discussões a respeito da legitimidade do balanço.

Outrossim, tem-se adotado igualmente o sistema de números fixos regressivos de ações a que corresponde cada debênture. Em outras palavras. A debênture durante um determinado período é conversível, *verbi gratia*, em 100 ações; no período seguinte, em 96 ações; e, findo este, em 94 ações. Neste sistema, não se leva em conta o valor da debênture nem o da ação. Importa apenas a relação estabelecida, ou seja, o número de ações a que a debênture corresponde.

Este sistema, muito comum nos Estados Unidos da América, é protegido contra a diluição através de fórmulas que determinem o aumento do número de ações por debênture, sempre que as ações percam substância em decorrência de bonificações ou de lançamentos de ações a preços inferiores.

Outros métodos ou sistemas de fixação das bases de conversão poderão ser estabelecidos livremente, desde que respeitadas os princípios, normas e regulamentos aplicáveis.

6. *Aumento de capital*

O debenturista, ao exercer o seu direito de subscrição, recebe ações novas da sociedade. Conseqüentemente, esta terá que aumentar o seu capital em nível equivalente ao valor nominal das ações emitidas. Em uma sociedade de capital autorizado, essa contingência não gerará maiores problemas, pois a Diretoria tem poderes para aumentar o capital. Mas em uma sociedade de capital fixo, como proceder?

A Lei de Mercado de Capitais dispõe genericamente:

“Art. 44 —

§ 4.º — A conversão de debêntures ou obrigações em ações, nas condições da emissão aprovada pela assembléa geral, *independará de nova assembléa de acionistas e será efetivada pela diretoria da sociedade*, à vista da quitação da obrigação e pedido escrito do seu titular, no caso de obrigações endossáveis, ou mediante tradição do certificado da debênture, no caso de obrigações ao portador.”

É bem de ver, considerados os explícitos termos da lei, que mesmo em uma sociedade anônima de capital fixo, a subscrição e conseqüente aumento de capital independem da assembléa geral. A sociedade, por força das condições da emissão, encontra-se vinculada, não podendo se recusar a admitir a subscrição e seu connectário — o aumento de capital. A situação, no entanto, não deixa de apresentar-se, de certa forma, esdrúxula, pois a sociedade, com a subscrição, passará a ter um capital efetivo superior ao que consta do estatuto. É o contrário do capital autorizado. Nas empresas de capital autorizado, o capital consignado no estatuto é superior ao subscrito. Nas de capital fixo, que tenham emitido debêntures conversíveis, com a conversão (subscrição) o capital subscrito tornar-se-á superior ao constante do estatuto. A primeira assembléa geral que se seguir cuidará, entretanto, de ajustar o capital registrado no estatuto ao verdadeiro capital da sociedade, declarando-o aumentado em valor correspondente às ações emitidas em conseqüência de conversão de debêntures.

III — O EXERCÍCIO AUTÔNOMO DO DIREITO DE SUBSCRIÇÃO

A Lei n.º 4.728, de 1965, na seção em que cuida de debêntures conversíveis em ações, dispõe:

“Art. 44 —

§ 8.º — *O direito à subscrição de capital poderá ser negociado ou transferido separadamente da debênture conversível em ação, desde que seja objeto de cupão destacável ou sua transferência seja averbada pela sociedade emissora, no próprio título e no livro de registro, se for o caso.*”

Verifica-se, assim, que a Lei de Mercado de Capitais, no próprio artigo 44 em que autoriza a emissão de debêntures conversíveis, prevê (§ 8.º) a transferência autônoma do *direito à subscrição*. E observe-se que o legislador, nesse parágrafo, já não usa a palavra *conversão* e sim *subscrição*, o que faz, aliás, com bastante propriedade. O direito de conversão não poderia ser autonomamente transferido, uma vez que o seu exercício importa no resgate

do título, cujo vencimento para esse fim (conversão) pode ser antecipado. A conversão, a rigor, importa em subscrição de ações mais resgate da debênture. Não se pode, portanto, transferir o direito de conversão senão transferindo a debênture. O direito de subscrição, este sim, pode ser transferido em separado.

Com a transferência autônoma do direito de subscrição, cinde-se o complexo de direitos que a debênture conversível representa, restando para o titular da debênture apenas o direito de crédito. Assim, para o debenturista, a sua debênture, antes conversível, transmutou-se em simples debênture comum.

Por outro lado, o adquirente do direito de subscrição tornou-se titular deste direito, podendo exercê-lo, nas condições da emissão das debêntures, ou seja, tal como o debenturista o exerceria, salvo no que concerne à compensação, pois não sendo titular do crédito, o qual continua do debenturista, terá que, no ato da subscrição, recolher à sociedade emitente, em dinheiro, o preço das ações subscritas.

Quantas ações poderão ser subscritas? Qual o preço a pagar? O titular do direito autônomo de subscrição, obviamente, terá o direito de subscrever tantas ações quantas o debenturista, na hipótese de conversão, subscreveria. O preço a pagar será igual ao valor corrigido da debênture, na data respectiva.

Recapitulando e ordenando a matéria até agora exposta, lembremos que a debênture conversível em ações enfeixa, um direito de crédito, com vencimento *certo*, e um direito de subscrição de ações, a qualquer tempo, somados a uma prerrogativa de antecipar o vencimento do crédito para fins de compensação com o preço das ações, operando-se nessa hipótese a *conversão* — troca da debênture por ações.

A transferência do direito de subscrição separa o *crédito* da *subscrição*, os quais passam a ter titulares distintos. É bem de ver que a faculdade de antecipação de vencimento do crédito, vinculada que estava à subscrição — conversão, não mais poderá ser exercido, a não ser que o debenturista recompre o direito de subscrição.

O debenturista que alienar o direito de subscrição aguardará o vencimento do título para então receber o seu crédito.

O adquirente do direito de subscrição poderá exercer o seu direito, a qualquer momento, até a data de vencimento das debêntures. Vencidas as debêntures, caducará igualmente o direito de subscrição.

Não seria admissível, considerados os explícitos termos da lei (a lei não contém palavras inúteis), outra solução para a matéria.

E mais ainda. Admitidas as conclusões até agora manifestadas, impõe-se atingir suas conseqüências e desdobramentos.

Ora, se o debenturista pode alienar seu direito de subscrição, por que não poderá também, ele próprio, exercer perante a sociedade o direito de subscrição, reservando o de crédito?

Subscreverá e pagará as ações da sociedade, resguardando a sua debênture que, todavia, considerada a subscrição, terá se transformado em debênture comum. Em outras palavras: por que não poderá o debenturista renunciar à faculdade de antecipação de vencimento da debênture para fins de conversão?

É bem verdade que a lei prevê apenas a transferência autônoma do direito de subscrição e não o exercício autônomo desse direito. Mas, em termos práticos, que diferença faz para a empresa: quer o exercício autônomo do direito de subscrição seja exercido pelo debenturista, quer por um terceiro, as conseqüências e implicações serão exatamente as mesmas para a sociedade emitente.

A luz de uma interpretação teleológica, a única razoável na hipótese, parece inevitável a extensão dos termos literais da lei para, sob a expressão “poderá ser negociado ou transferido separadamente”, entender-se, também, a expressão “*poderá ser exercido separadamente*”.

No direito norte-americano, além da obrigação conversível, a qual apenas assegura a conversão, encontra-se a obrigação com opção (WARRANT), atribuindo ao debenturista direito de crédito e direito de subscrição. A nossa debênture conversível, tal como se acha regulada, assemelha-se ao “warrant” norte-americano. O legislador nacional, ao importar a obrigação (debênture) conversível, mesclou-a com o “warrant”, juntou outros elementos tanto importados como nativos, e criou, assim, um novo tipo, nacional e híbrido. Mas, seja como for, a monstruosidade é apenas aparente. Dos retalhos, destituídos de qualquer técnica, que constituem o art. 44 da Lei de Mercado de Capitais pode-se, com efeito, jun-

tando-nos devidamente e submetendo-os ao rigorismo do sistema, extrair um título flexível, perfeitamente apto a cumprir o seu papel.

O direito de subscrição poderá ser objeto de cupão destacável. Não o sendo, a transferência terá que ser averbada no próprio título e, se for endossável, não só no título como ainda no livro de registro.

Tratando-se de exercício autônomo de subscrição pelo próprio debendurista, este fará a tradição do cupão à sociedade, ou, não havendo cupão, entregará sua debênture para que nesta seja averbado o exercício da subscrição.

Uma última objeção, não propriamente de ordem jurídica e, sim, de ordem econômica, é apresentada pelos que não aceitam a subscrição autônoma: acham eles que a subscrição representará, por um lado, um ingresso de recursos talvez desnecessário e ocioso para a empresa e, por outro lado, a manutenção da dívida representada pelas debêntures (principal, juros, correção monetária), o que eventualmente poderá significar uma oneração excessiva para a empresa.

A questão poderá ser facilmente solucionada, desde que, entre as condições de emissão, esteja prevista a prerrogativa de a empresa promover, a seu critério, o resgate antecipado de parte da emissão.

A sociedade, se lhe convier, resgatará mediante sorteio ou compra em bolsa, tantas debêntures quantas sejam as subscrições exercidas. Se alguns dos debenturistas, chamados a resgate, exercerem o direito de subscrição, outras debêntures poderão ser sorteados, sucessivamente, até que a empresa considere devidamente equacionado o seu problema de excesso de caixa.

SISTEMÁTICA GERAL DO NOVO CÓDIGO DE PROCESSO CIVIL *

JOSÉ CARLOS BARBOSA MOREIRA

Professor titular interino de Direito Judiciário
Civil na Faculdade de Direito da UEG

Procurador do Estado da Guanabara

Cabe-me hoje, nesta série de palestras, dizer algumas palavras a respeito da sistemática geral do novo Código recentemente sancionado. Não será certamente um ângulo que nos proporcione, aqui, momentos muito emocionantes, mas é, sem dúvida, um ângulo necessário para a compreensão, nas suas linhas gerais, do novo diploma que deverá reger o processo civil entre nós, a partir de 1.º de janeiro de 1974.

Para que se tenha uma idéia inicial da transformação sofrida pelo Direito Processual Civil nesta recente reforma, bastaria que confrontássemos o índice do Código vigente, de 1939, com o do futuro Código. Logo à primeira vista se notará que, enquanto o Código ainda em vigor se divide em 10 Livros, o Código recentemente sancionado se apresenta dividido em apenas 5 Livros, o que desde logo nos dá a impressão nítida de como a matéria foi diferentemente distribuída neste novo diploma. E, numa apreciação geral, não há como negar que a nova distribuição se reveste, do ponto-de-vista técnico, de sensível superioridade em relação àquela adotada pelo Código de 1939, que não é, como se sabe, diploma dos mais requintados desse ponto de vista.

Entretanto, chama também a atenção aquilo que a meu ver — contrastando com numerosos pontos de progresso — constitui verdadeiro retrocesso: a ausência de um Livro inicial, em que se contivessem as Disposições Gerais, a saber, o conjunto das normas

* Palestra proferida em 18-4-1973, no auditório da Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização.