

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 22

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2018

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Antônio José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto, Nicholas Furlan Di Biase e Viviane Perez.

PARECERISTAS DESTA NÚMERO: Gerson Branco (UFRGS), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF) e Tula Wesendonck (UFRGS).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 22 (janeiro/junho 2018)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no primeiro semestre de 2020.

CONVERSÃO OBRIGATÓRIA DE DEBÊNTURES: LIMITES AO PODER DA MAIORIA¹

MANDATORY CONVERSION OF BONDS: LIMITS ON THE POWER OF MAJORITY

Luiz Carlos Malheiros França

Resumo: Para o financiamento de suas atividades, as sociedades empresárias podem utilizar recursos próprios e de seus acionistas ou recorrer ao capital externo. Enquadra-se nessa segunda modalidade a emissão de debêntures, que podem ser conversíveis em ações do capital social da companhia emissora. A comunhão de interesses dos titulares de debêntures de uma mesma emissão se manifesta por meio da assembleia geral de debenturistas, órgão colegiado que tem poderes para modificar as condições originais dos títulos, desde que observado o quórum previsto na escritura de emissão. No entanto, há limites à autonomia da maioria, sendo defeso modificarem as chamadas “condições substanciais” das debêntures, as quais se relacionam ao direito essencial do titular ao recebimento do crédito. Por esse motivo, revela-se ilegal a aprovação não unânime de modificação da escritura de emissão para tornar as debêntures obrigatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora. Nessa hipótese, a escritura de emissão modificada constituiria norma complementar violadora da norma originária, que é a Lei das S.A., circunstância que eiva a deliberação assemblear de nulidade absoluta. Seguindo esse raciocínio, o debenturista discordante pode impugnar judicialmente a deliberação assemblear e sua pretensão não se sujeita ao prazo prescricional de dois anos, previsto no artigo 286 da Lei 6.404/76.

1 Artigo recebido em 21.08.2019 e aceito em 01.06.2020.

Palavras-chave: Assembleia de debenturistas. Poderes. Conversão. Nulidade. Prescrição.

Abstract: Companies can finance their activities with their own resources and that of their shareholders (equity) or obtain external capital (debt). Among the modalities of debt financing is the issuance of bonds, which may or may not be convertible into shares of the issuing company. The collective interests of the owners of the bonds of a single issue are expressed by holding a general bondholders' meeting, a collegial body with powers to modify the original conditions of the instruments, subject to the majority threshold specified in the corresponding indenture. However, there are limits on the autonomy of the majority of bondholders. For example, they cannot modify the so-called "substantive conditions" of the bonds, related to the essential right to receive the credit. For this reason, it is illegal to modify the indenture, without a unanimous vote, to make the bonds obligatorily convertible into preferred shares. In this situation, the amended indenture would violate the underlying rule, contained in the Law of Corporations, a circumstance that is cause for absolute nullity of any such resolution by the general meeting. In line with this, a dissenting bondholder can judicially challenge any decision in this respect, without being subject to the two-year statutory limitation period set forth in Article 286 of the Law of Corporations.

Keywords: Bondholders' meeting. Conversion. Nullity. Statutory limitation.

Sumário: 1. Introdução. 2. Assembleia geral de debenturistas: poderes e limitações. 3. Nulidade absoluta. 4. Conclusão.

1. Introdução.

Para a realização de seu objeto social, as sociedades empresárias podem valer-se de financiamento interno, utilizando de capital

próprio, ou buscar financiamento externo, captando recursos de terceiros.²

Na primeira opção, o financiamento interno pode se dar mediante incorporação de lucros ou de reservas no patrimônio da sociedade, conforme previsto no artigo 169 da Lei 6.404/76 (“LSA”), ou por meio do aporte de recursos pelos sócios, via aumento do capital social com emissão de novas ações ou quotas.

Dentre as opções de financiamento externo disponíveis às sociedades anônimas, destaca-se a emissão de debêntures, títulos de dívida colocados no mercado e que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a sociedade emissora (artigo 52 da LSA). A emissão de debêntures se apresenta como alternativa menos custosa em comparação à contração de mútuos bancários.

A debênture deverá ter valor nominal e poderá conter cláusula de correção monetária, bem como assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso (artigos 54 e 56 da LSA). Poderá, ainda, ser conversível em ações da companhia emissora, nas condições previstas na respectiva escritura de emissão (artigo 57 da LSA).

Em se tratando de debênture conversível, o titular terá a opção de receber o principal e acessórios na data de vencimento ou, alternativamente, exercer o direito à conversão, tornando-se acionista da sociedade.

No entanto, questão controvertida surge quando a maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia, decide modificar a escritura de emissão para que as debêntures se tornem obrigatoriamente – e não apenas possivelmente – conversíveis em ações da companhia emissora.

2 Sobre a conceituação e a distinção entre capitais próprios e de terceiros, cf.: PEDREIRA, José Luiz Bullhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 203-207.

De fato, os titulares de debêntures de uma mesma emissão ou série podem se reunir em assembleia para deliberar sobre matéria de interesse da comunhão de debenturistas, incluindo a modificação nas condições originais das debêntures. Para tanto, basta que a maioria necessária, estabelecida na escritura de emissão e não inferior à metade das debêntures em circulação, seja alcançada (artigo 71, §5º, da LSA).

Sendo assim, nessa hipótese caberia ao debenturista discordante tão somente se curvar à vontade da maioria? Em sendo possível pleitear a invalidação da deliberação assemblear, o debenturista fica sujeito ao prazo prescricional previsto no artigo 286 da LSA? Afinal, há alguma limitação ao poder da assembleia geral de debenturistas? Essas são as questões que este artigo se propõe a responder.

Para a elaboração do trabalho, o autor baseou-se em análise histórica dos diplomas legais aplicáveis ao tema, bem como em pesquisa doutrinária e jurisprudencial.

2. Assembleia geral de debenturistas: poderes e limitações.

Como visto acima, extrai-se do artigo 71, §5º, da LSA que, havendo regular convocação e instalação da assembleia geral de debenturistas e aprovação, pelo menos, do(s) titular(es) de mais da metade das debêntures em circulação, as condições originais constantes da escritura de emissão podem ser modificadas.

A adoção do princípio majoritário levando em consideração não apenas as debêntures presentes à assembleia, mas todo o universo em circulação, revela a intenção do legislador de assegurar, por meio de quórum qualificado, que quaisquer modificações nas condições originais da emissão sejam aprovadas por um número relevante de debenturistas.

Essa mesma preocupação tem sido muitas vezes reforçada na própria escritura de emissão, por meio da estipulação de quóruns

ainda mais elevados para que se promova alterações nas debêntures, conforme observa Francisco José Pinheiro Guimarães:

A LSA prevê que modificações nas condições das debêntures dependem de aprovação de, no mínimo, metade das debêntures em circulação (art. 71, §5º). Tal disposição visa a garantir que alterações nas condições das debêntures sejam aprovadas por um número substancial de debenturistas.

A prática de mercado tem sido incluir *quorum* elevado, incluindo, em alguns casos, unanimidade, para aprovação de alterações de condições fundamentais das debêntures, tais como remuneração, datas de pagamento, garantias e prazos de vencimento, assegurando, dessa forma, a cada debenturista, independentemente do valor de seu investimento, que os títulos adquiridos permanecerão substancialmente os mesmos até o seu vencimento, salvo se a alteração for aprovada pelo *quorum* qualificado previsto na escritura de emissão, representativo de parcela significativa dos titulares das debêntures em circulação.³

Todavia, por mais elevado que seja o quórum previsto na escritura de emissão, é preciso analisar se a aprovação majoritária tem o condão de legitimar todo e qualquer tipo de alteração nas condições originais das debêntures ou se há alguma limitação legal que mitigue a soberania da maioria.

Mais especificamente, o que se examina aqui é se a assembleia geral pode suprimir, por maioria, o direito de todos os debenturistas de receber o pagamento do valor nominal das debêntures na data de vencimento, tornando-as mandatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora.

Para essa análise, é cabível recorrer às disposições da LSA relativas aos direitos inerentes às ações e às limitações dos poderes da

3 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Buhlões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 637-638.

assembleia geral de acionistas. Isso porque o §2º do artigo 71 dispõe que se aplica “à assembleia de debenturistas, no que couber, o disposto nesta Lei sobre a assembleia-geral de acionistas”, ao passo que a exposição de motivos da LSA, em sua Seção IV, determina que “o regime da forma, propriedade, circulação e dos ônus constituídos sobre as debêntures é o mesmo das ações”.

Mesmo em tempos anteriores à promulgação da LSA, Tullio Ascarelli já havia recorrido a essa analogia, baseando-se nas limitações que se impõe ao poder da maioria na assembleia geral de acionistas para encontrar as restrições à deliberação da maioria na assembleia de debenturistas:

Pode-se, por analogia, lembrar haver, mesmo da disciplina das assembléias dos acionistas, limites aos poderes da maioria, sendo pacífico dever, a deliberação, não só respeitar as normas ditadas quanto à convocação da assembléia e ao procedimento das suas deliberações, mas as que dizem respeito aos direitos inderrogáveis do acionista e, portanto, aos limites dos poderes da maioria. Análogo problema surge quanto às assembléias dos debenturistas e às deliberações destas.⁴

De uma maneira geral, a assembleia geral de acionistas tem poderes amplos, podendo “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”, consoante artigo 121 da LSA.

O artigo 109 da LSA, no entanto, impõe limitação expressa a essa soberania, ao elencar alguns direitos essenciais dos quais “Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista”. São eles: I – direito de participar dos lucros sociais; II – direito de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – direi-

⁴ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008. p. 735.

to de fiscalizar a gestão dos negócios sociais; IV – direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e V – retirar-se da sociedade nos casos previstos na LSA.

Esses direitos essenciais, também chamados de individuais ou intangíveis, recebem proteção especial da LSA porque neles se sustenta a própria origem da sociedade. São direitos substanciais à qualidade de sócio, de forma que, se pudessem ser suprimidos por força da maioria, o sócio não haveria ingressado na sociedade, investindo nela uma parcela do seu patrimônio.⁵

Dessa forma, será nula qualquer deliberação assemblear que pretenda infringir essa norma cogente e suprimir dos acionistas algum desses direitos essenciais:

Qualquer deliberação assemblear no sentido de tolher os acionistas de direito essencial é eivada de nulidade. Do contrário, quedaria sujeita ao arbítrio da maioria, ou seja, não representaria garantia imutável. Neste ponto, vale a observação de que, embora os direitos individuais (como são os direitos essenciais) não possam ser confundidos com os direitos de minoria, uma vez que estes são típicos de uma categoria de acionistas considerados em oposição aos que formam a maioria, a inderrogabilidade estatuída em lei tem fundamento principalmente na necessidade de proteção do acionista – qualquer acionista – contra abusos por parte da maioria.

Assim, a proposta de deliberação assemblear que tencione criar dispositivo estatutário que tenha como objetivo privar os acionistas de direito essencial, não poderá ser aprovada.

5 MESSINEO, Francesco. *Manual di Diritto Civile e Commerciale*. Milano: Giuffrè. v. 4, p. 484.

Por serem da essência do contrato de sociedade, os acionistas não podem validamente renunciar a esses direitos.⁶

Seguindo esse racional, da mesma forma não pode a assembleia geral de debenturistas, por maioria, modificar ou suprimir um direito essencial dos debenturistas. É como ensinam José Edwaldo Tavares Borba e Rodrigo Rabelo Tavares Borba:

Poder-se-ia estipular que todas as condições seriam modificáveis por maioria absoluta dos debenturistas? Ou haveria matérias que somente poderiam ser alteradas por unanimidade? Seguindo a orientação adotada no direito comparado, torna-se necessário diferenciar as condições acessórias das condições substanciais. Estas últimas, as condições substanciais, somente poderiam ser alteradas por unanimidade, enquanto as condições acessórias poderiam ser modificadas por simples maioria ou por qualquer outro quórum, desde que superior, previsto na escritura.⁷

Cumpra perquirir, portanto, quais seriam, no caso das debêntures, essas condições substanciais – ou direitos essenciais – sem os quais o debenturista não teria investido uma parcela de seu patrimônio na aquisição do papel.

Ao formular resposta para tal pergunta, os supracitados autores classificam como acessórias as condições que não contêm conteúdo patrimonial em si, mas que apenas tangenciam o direito creditório propriamente dito, tais como prazo, garantias etc. Por outro turno, as condições substanciais seriam aquelas que correspondem ao crédito

6 BARBOSA, Marcelo. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 304.

7 BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Debêntures e bônus de subscrição. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial: sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3, p. 107.

em si, isto é, ao valor que se tem a receber. Dessa forma, qualquer deliberação assemblear que atinja esse direito, “seja para cancelar o crédito, seja para reduzi-lo, afrontará a substância do próprio crédito, golpeando a esfera subjetiva individual do debenturista, razão pela qual se exige, neste caso, a unanimidade”.⁸

Ao enfrentar a questão, Nelson Eizirik manifesta entendimento no mesmo sentido, diferenciando as condições substanciais e as condições acessórias, ainda, com base no caráter individual ou coletivo dos interesses a que estão relacionadas:

A fim de identificar os limites ao poder da assembleia de debenturistas de alterar, por deliberação majoritária, as condições de emissão das debêntures previstas na escritura, deve-se distinguir as condições substanciais das condições acessórias. As condições substanciais, por pertencerem à órbita dos direitos individuais dos titulares das debêntures, são modificáveis apenas mediante a manifestação unânime dos debenturistas. Já as condições acessórias, que se relacionam com os interesses da comunhão de debenturistas, podem ser alteradas com a aprovação do *quorum* mínimo previsto no § 5º. As condições substanciais são aquelas relacionadas à própria essência do direito de crédito conferido pelas debêntures, representada pelo seu conteúdo patrimonial básico, como é o seu valor, ao passo que as condições acessórias dizem respeito aos elementos que complementam este direito de crédito, como é o caso das cláusulas que definem prazos, garantias e formas de exercício do direito.⁹

8 BORBA, José Edwaldo Tavares, BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares, loc. cit.

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

O Superior Tribunal de Justiça, por sua vez, já acolheu o entendimento de que “o valor das debêntures não é condição que possa ser alterada por decisão da assembléia geral, nos termos do disposto no artigo 71, §5º, da Lei 6.404/76, pois diz com a própria essência dos títulos”, em acórdão unânime da Quarta Turma, relatado pelo Ministro Ruy Rosado de Aguiar Junior.¹⁰ Destaca-se o voto proferido pelo Ministro Aldir Passarinho Junior naquele julgamento:

Entendo que o valor da debênture é condição sine qua non ao próprio título, de modo que não vejo como se possa mudar a própria essência da relação entre o debenturista e a empresa. Evidentemente que as condições podem ser alteradas quanto a prazo, mas de modo algum a modificação do próprio valor em si da debênture. Penso que não se trata de condição, mas da essência da própria debênture. (grifos do autor)

Outro precedente interessante foi proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, a respeito de debêntures emitidas pela empresa Sansuy S.A., por meio de escritura lavrada em agosto de 1990. Em 10.05.1995, a assembleia geral aprovou, por maioria de votos, a alteração de algumas condições daquelas debêntures. Dessas alterações, a debenturista Sprind DTVM não aceitou as novas condições de preço unitário, prorrogação e prazo de pagamento das debêntures. Diante disso, a emissora ingressou com ação declaratória objetivando a declaração da eficácia *erga omnes* do quanto decidido na referida assembleia.

A ação foi julgada procedente em primeira instância, mas, interpostos recursos por ambas as partes, restou decidido pelo Tribunal de Justiça que “não há como abonar a decisão assemblear quanto à alteração do valor unitário das debêntures [...]. O valor unitário dos

10 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n.º 303.825/SP. Relator: Ministro Ruy Rosado de Aguiar. Julgado em: 19 jun. 2001. Publicado no DJ em: 29 out. 2001, p. 211.

títulos, como é bem de ver, não representa mera condição dos papéis, mas é de sua própria essência, sendo vedada a mencionada alteração nos termos do dispositivo aludido” e, sendo assim, “resulta, pois, procedente, em parte, a ação, a fim de que apenas o adiamento do resgate valha para a ré”.¹¹

Com efeito, a emissão de debêntures constitui uma operação de mútuo, sendo as debêntures título de crédito formal representativo de uma parte do empréstimo contraído pela sociedade emissora.¹²

A natureza jurídica de mútuo sempre foi reconhecida nos diplomas legais que regulamentaram a matéria. O Decreto 177-A, de 15.09.1893, dispunha em seu artigo 1º que “As companhias ou sociedades anônimas poderão emitir empréstimos em obrigações ao portador (debêntures) de conformidade com o disposto nesta Lei”.

Por sua vez, o Decreto-Lei 781, de 12.10.1938, estabelecia no artigo 1º que “Os empréstimos por obrigações ao portador (debêntures) contraídos pelas sociedades anônimas ou em comandita por ações, ou pelas autorizadas por lei especial [...]”.

E por fim, o artigo 52 da LSA prevê que “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direitos de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado”.

Em sendo um mútuo, parece evidente que é um direito essencial do debenturista receber o valor nominal desembolsado na aquisição da debênture, acrescido da remuneração prevista na escritura de emissão, na medida em que, se não lhe fosse conferido tal direito

11 *Apud* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 17ª Câmara de Direito Privado. Apelação nº 0006105-81.2009.8.26.0000. Relator Desembargador Afonso Bráz. Julgado em: 21 ago. 2013. Publicado no DJ em 05 set. 2013.

12 WALD, Arnoldo. O regime jurídico da comunhão de debenturistas e as condições de validade e oponibilidade das deliberações assembleares. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, 2004, n. 94, p. 5-12.

– ou, ainda, se houvesse o mínimo risco de tê-lo suprimido pela vontade da maioria –, o mesmo não teria feito a aquisição.

Nesse passo, a conversibilidade da debênture em ações da emissora não substitui esse direito de crédito, tratando-se tão somente de um *plus*. Como assinalam Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven, “a cláusula de conversibilidade – que outorga ao possuidor direito alternativo e potestativo – constitui uma vantagem adicional ao seu imutável direito de crédito”.¹³ Francisco José Pinheiro Guimarães também ressalta o caráter discricionário da decisão a ser tomada individualmente pelo titular da debênture conversível:

A decisão sobre o exercício do direito de conversão é individual do debenturista, ou seja, observados os termos e condições da escritura de emissão, cada debenturista decide individualmente sobre a conveniência e oportunidade de converter suas debêntures em ações, não havendo para tanto necessidade de deliberação em assembléia de debenturistas.¹⁴

Isso se extrai do próprio artigo 57 da LSA, que, ao prever a possibilidade de a debênture ser conversível em ações da companhia, determina, em seu inciso III, que a escritura de emissão especifique o prazo ou época para o “exercício do direito à conversão”.

Ou seja, a conversão deve ser um “direito” a ser exercido, facultativamente, pelo debenturista. Nas palavras de José Waldecy Lucena, o debenturista “é o único juiz de sua decisão de se ver reembolsado do capital investido nas debêntures ou se tornar sócio da emissora”.¹⁵

13 CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Tratado de direito empresarial: Sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 3, p. 414.

14 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro, op. cit., p. 595.

15 LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 594-595.

Nessa mesma linha, o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães ensina que a “existência da cláusula de conversibilidade não altera, assim, a natureza desses títulos, que apenas se singularizam por incorporarem, além do normal crédito obrigacional, a faculdade, atribuída a seus titulares, de converter a quota creditícia em quota social”.¹⁶

Compreender a conversibilidade sob o viés de uma faculdade do debenturista é fundamental até mesmo do ponto de vista lógico, pois a conversão poderá resultar em perda financeira para o titular da debênture, a depender do contexto em que exercida. Com efeito, a substituição do título de dívida por ações preferenciais da companhia emissora pode proporcionar ao titular um rendimento menor, caso os dividendos relativos às ações sejam inferiores aos juros atrelados às debêntures. Além disso, pode ocasionar perda de capital, na hipótese em que o custo de aquisição das ações por meio das bases de conversão seja superior ao valor de mercado dessas mesmas ações. Portanto, obrigar o titular a converter suas debêntures pode significar impor-lhe uma perda financeira, dependendo da cotação das ações da companhia no mercado ou do valor dos dividendos que elas proporcionam.¹⁷

É necessário diferenciar, portanto, as duas modalidades – distintas e independentes – de contraprestação a que fica submetida a emissora da debênture conversível, sujeita ao livre arbítrio do debenturista para escolher entre elas: uma é o “pagamento”, que, de acordo com o §2º do artigo 54 da LSA, somente poderá ser feito “em moeda ou em bens avaliados nos termos do artigo 8º”; a outra é a conversão das debêntures em ações do seu capital social.

Assim, a assembleia geral de debenturistas não pode suplantiar a separação entre essas modalidades de contraprestação previstas na

16 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Debêntures conversíveis em ações*. Pareceres. São Paulo: Singular, 2004. v. 2, p. 778.

17 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro, op. cit., p. 595.

LSA (pagamento e conversão), aglutinando-as indevidamente para forçar o debenturista a receber ações preferenciais da companhia emissora à título de pagamento, sobretudo porque, como visto, isso pode significar a imposição injustificada de um prejuízo econômico.

Ao se debruçar sobre a possibilidade de emissão de uma debênture obrigatoriamente conversível em ações, José Edwaldo Tavares Borba assim concluiu, em diferentes obras:

Uma debênture obrigatoriamente conversível em ações, ou conversível por decisão da emitente, não seria uma verdadeira debênture, tanto que o direito de crédito estaria comprometido pela destinação compulsória ou involuntária do título ao pagamento de uma subscrição de ações. Ter-se-ia, no caso, mais apropriadamente, um adiantamento de numerário, com remuneração incidental, para futuro aumento de capital, ou, melhor dizendo, especialmente em se tratando, de debênture obrigatoriamente conversível em ações, um aporte irrevogável de capital, à conta de futuras subscrições. No direito brasileiro, a questão recebeu tratamento normativo impositivo, uma vez que o exercício da conversão foi definido como um direito (art. 57, III), em seção da Lei n. 6.404/76 (Seção I, do Capítulo V), que trata especificamente dos direitos dos debenturistas.¹⁸

Note-se que, pela redação do art. 57, III, da Lei n. 6.404/76, a conversão é qualificada como um direito do acionista. Assim, uma debênture obrigatoriamente conversível, embora a hipótese não seja desconhecida no mercado, configuraria manifesta dissonância com as normas que regulam o instituto. Uma debênture obrigatoriamente

18 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 215-216.

conversível estaria, em essência, muito mais próxima de um adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) do que de uma verdadeira debênture.¹⁹

Ao tratar do tema, Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto chamou a atenção, de maneira muito oportuna, para o Parecer CVM/SJU n. 027/84, que assim consignou: “A compulsoriedade na conversão de debêntures em ações resulta em descaracterização daquele título”.²⁰

Diante de todos esses elementos, forçoso concluir que, mesmo por maioria, a assembleia geral de debenturistas não pode modificar as condições originais da escritura de emissão para tornar as debêntures mandatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora, visto que isso afronta direito essencial dos debenturistas, sob a forma de violação aos artigos 52, 54, §2º e 57, III, da LSA.

3. Nulidade Absoluta.

Segundo a regra contida no artigo 286 da LSA, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação, a ação “para anular as deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação”. Portanto, pode-se argumentar que a pretensão anulatória do debenturista discordante deve ser exercida em 2 (dois) anos, sob pena de a deliberação assemblear restar convalidada.

Entretanto, a doutrina societária há muito já se debruçou sobre o tema, firmando o entendimento de que o artigo 286 da LSA estabelece apenas um regime de anulabilidades, ou seja, somente se aplica às nulidades relativas, nunca às nulidades absolutas.

19 BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares, op. cit., p. 108.

20 NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 138

Afinal, como bem pontua Erasmo Valladão, se “o regime de anulabilidades, adotado originariamente no Decreto-Lei n. 2.627/40, e repetido na Lei 6.404/76, fosse aplicável a todo e qualquer vício das deliberações assembleares, aos acionistas seria permitida a produção dos efeitos jurídicos que bem entendessem, caso nenhum deles viesse a impugnar o ato no prazo legalmente previsto”.²¹

No mesmo sentir, a ponderação de Lobo Xavier, para quem “a aplicação exclusiva do regime descrito às deliberações ilegais traria como consequência, em último termo, que os sócios das sociedades mercantis ficariam autorizados a por pura e simplesmente de lado toda a ordem jurídica”.²²

O negócio jurídico eivado de nulidade relativa (também chamada *anulabilidade*) produz efeitos desde sua origem até a sua eventual anulação, que depende de sentença judicial e cujos efeitos serão *ex nunc* (artigo 177, Código Civil). Ademais, é possível que o vício seja sanado e o ato convalesça, seja pelo tempo – com o decurso do prazo decadencial ou prescricional para sua anulação –, seja pela vontade das partes.

De maneira diversa, o negócio jurídico maculado com nulidade absoluta não é capaz de produzir efeitos, razão pela qual a declaração de sua nulidade pode ser feita de ofício pelo juiz e retroage à origem do ato, produzindo efeitos *ex tunc* (artigo 168, § único, Código Civil). A nulidade absoluta não pode ser sanada pela vontade das partes e tampouco pelo tempo, de modo que não está sujeita aos prazos prescricionais ou decadenciais (artigo 169, Código Civil).

Feita a diferenciação, resta analisar, no campo do direito societário, quais seriam as deliberações assembleares que se pode con-

21 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999. p. 73.

22 XAVIER, Vasco da Gama Lobo. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*. Coimbra: Atlântida Editora, 1976. p. 124-127.

siderar absolutamente nulas e, portanto, cuja nulidade poderia ser declarada a qualquer tempo, a despeito do prazo prescricional previsto no artigo 286 da LSA.

Segundo Nelson Eizirik, vige no direito societário, como regra, a *anulabilidade* das deliberações assembleares, mesmo aquelas violadoras da lei. Ou seja, em princípio, toda e qualquer deliberação eivada de nulidade poderia vir a convalescer, seja pelo tempo – quando decorrido o prazo do artigo 286 da LSA –, seja pela vontade dos acionistas, que podem retificá-la oportunamente. A exceção a essa regra seriam as deliberações assembleares que criem normas estatutárias contrárias à Lei das S.A.:

Se o vício é da deliberação, por ter sido tomada contra a Lei das S.A. ou o estatuto, ele pode ser posteriormente sanado, ou por um fato – decurso do prazo prescricional – ou por um ato, a sua retificação. Caso a deliberação importe em alteração do estatuto, incluindo-se disposição contrária à Lei das S.A., norma hierarquicamente superior, a regra estatutária é nula de pleno direito.

No caso de modificação do estatuto para criar uma disciplina contrária à Lei das S.A., como, por exemplo, estabelecendo *quórum* de instalação ou de deliberação inferior ao legal, o vício não está na assembleia, mas no conteúdo da deliberação que, ao criar regra conflitante com a norma superior, caracteriza a nulidade da disposição estatutária. Trata-se, a nosso ver, da única hipótese de nulidade no âmbito do Direito Societário, necessariamente menos rigoroso do que o Direito Civil no tratamento da matéria. A reforma estatutária pode resultar em algumas normas que conflitem com a Lei das S.A., outras que lhe sejam conformes. As conflitantes serão nulas, as conformes serão válidas.²³

23 XAVIER, Vasco da Gama Lobo, op. cit., p. 514.

Como se vê, o autor recorre ao princípio *lex superior derogat inferior*, para concluir que o estatuto de uma companhia (norma inferior ou complementar) jamais pode conter norma que esteja em desacordo com a LSA (norma superior ou originária). Assim prossegue:

Os atos normativos podem ser originários ou complementares. Os primeiros são os emanados por um órgão estatal em virtude de competência própria, outorgada pela Constituição, para a edição de normas, como ocorre com o Poder Legislativo. Já os atos normativos complementares são os que se formam em virtude da autorização de outro Poder, como ocorre com os regulamentos. No plano do Direito Societário, a Lei das S.A. constitui o ato normativo originário, enquanto os estatutos sociais podem ser considerados como atos normativos complementares.

O estatuto constitui um ordenamento, um conjunto de normas jurídicas, de eficácia limitada à disciplina de uma companhia, que retira o seu fundamento de validade da Lei das S.A., norma hierarquicamente superior, que determina como devem ser produzidas as normas estatutárias, quais os órgãos competentes para tanto e como se deve dar o processo de sua elaboração. Assim, o estatuto obriga seus destinatários – acionistas, administradores, fiscais, empregados -, na medida em que: (i) as normas nele contidas são produzidas na forma indicada na Lei das S.A.; e (ii) não sejam contrárias à Lei das S.A. [...]

A regra estatutária contrária à norma superior é nula, não pode ser sanada, nem o decurso do tempo corrige a sua ilegalidade. Nesta hipótese, a única, em nosso entendimento, verifica-se a nulidade absoluta, posto que tal norma estatutária

não pode integrar o ordenamento de determinada sociedade, por contrária à Lei das S.A., norma superior da qual retira seu fundamento de validade.²⁴

No mesmo sentido, a lição de Fábio Konder Comparato, que compara esse tipo de deliberação assemblear, aprovadora ou reformadora do estatuto social, a uma “decisão legislativa”:

A deliberação de assembleia geral que aprova ou reforma o estatuto é, em tudo e por tudo, semelhante a uma decisão legislativa. O efeito desse ato jurídico colegial – o estatuto, tal como a lei –, destaca-se da deliberação, tanto ontológica como cronologicamente. Assim, enquanto a deliberação consiste numa manifestação de vontade de sujeitos determinados (foram *aqueles* acionistas e não outros que a pronunciaram), a regra de direito é um comando geral e abstrato, por destinatários determináveis unicamente por qualificação genérica (acionista, administrador, fiscal, credor da companhia). Ademais, se a deliberação, como ato jurídico, é pontualmente localizada no tempo (de onde a fixação do *dies a quo* do lapso prescricional da ação tendente a anulá-la), o próprio da norma é viger, isto é, durar no tempo. [...] Compreende-se, nessa linha de raciocínio, que quando a lei estabelece uma prescrição *brevi temporis* para a ação anulatória de deliberações da assembleia geral ou especial, não está se referindo às ações que objetivem a declaração de nulidade de normas contidas no estatuto social.²⁵

24 XAVIER, Vasco da Gama Lobo, p. 502-504.

25 COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 219-220.

Esse mesmo raciocínio pode ser aplicado às deliberações da assembleia geral de debenturistas que alteram as disposições da respectiva escritura de emissão das debêntures, considerando-se, nesse caso, que a escritura de emissão é ato normativo complementar que deriva da LSA, ato normativo originário.

Fazendo um paralelo com os ensinamentos de Nelson Eizirik transcritos acima, pode-se dizer que a escritura de emissão “constitui um ordenamento, um conjunto de normas jurídicas, de eficácia limitada [...] que retira o seu fundamento de validade da Lei das S.A., norma hierarquicamente superior”. Assim, a escritura de emissão “obriga seus destinatários” – emissora, garantidores, debenturistas –, “na medida em que: (i) as normas nela contidas são produzidas na forma indicada na Lei das S.A.; e (ii) não sejam contrárias à Lei das S.A. [...]”.

Da mesma forma, é possível parafrasear Fábio Konder Comparato em sua lição supra, para concluir que a escritura de emissão “é um comando geral e abstrato, por destinatários determináveis unicamente por qualificação genérica”. Isto é, a alteração da escritura de emissão tem como destinatários não apenas *aqueles* debenturistas que participaram da assembleia geral em que foi aprovada, mas sim toda e qualquer pessoa que venha a assumir a condição de debenturista daquela emissão, mediante circulação dos títulos. Trata-se de regra cujos destinatários não são *determinados*, e sim *determináveis*.

Tudo isso permite concluir, portanto, que a deliberação assemblear no sentido de alterar a escritura de emissão para tornar as debêntures mandatoriamente conversíveis cria uma norma complementar violadora da norma originária, qual seja a LSA, especificamente seus artigos 52, 54, §2º e 57, III. Sendo assim, tal deliberação está eivada de nulidade absoluta, impassível de ser sanada pelo decurso do prazo prescricional do artigo 286 da LSA.

4. Conclusão.

Como em qualquer operação de crédito, é inegável que a pessoa que investe recursos próprios na aquisição de uma debênture o

faz visando à remuneração prevista na escritura de emissão, a ser recebida juntamente com retorno do capital investido, na data de vencimento.

A certeza quanto ao retorno do investimento – ou ao menos quanto à obrigatoriedade do emissor nesse sentido – é elemento fundamental para a decisão do investidor. Afinal, houvesse a possibilidade de tal direito lhe ser suprimido, o investidor não arriscaria uma parcela do seu patrimônio.

Dessa forma, se tomada por maioria, a deliberação da assembleia geral de debenturistas que torna obrigatória a conversão das debêntures em ações preferenciais é manifestamente ilegal, pois retira do debenturista discordante justamente esse direito essencial, que é o de receber a quantia investida na aquisição do título, acrescida da remuneração pactuada.

Essa situação se revela ainda mais iníqua quando se tem em vista que, a depender do contexto em que se dá, a conversão pode representar prejuízo financeiro ao titular da debênture. Isso ocorre precisamente nas hipóteses em que o valor dos dividendos atrelados às ações da companhia é inferior aos juros que as debêntures rendiam ao seu titular antes da conversão, bem como nos casos em que o custo de aquisição das ações, seguindo as bases de conversão estabelecidas na escritura de emissão, é superior ao valor pelo qual essas mesmas ações são negociadas no mercado.

Ademais, como a deliberação assemblear em questão resultaria em uma modificação definitiva na escritura de emissão, seus efeitos se protrairiam no tempo e seriam oponíveis não a sujeitos *determinados*, mas sim *determináveis*: todos aqueles que viessem a adquirir debêntures dessa mesma emissão. Nesse aspecto, ter-se-ia uma norma complementar em permanente conflito com a norma originária que lhe dá suporte, que é a LSA. Essa circunstância reveste a deliberação assemblear de nulidade absoluta, impassível de ser sanada pelo decurso do prazo prescricional estabelecido no artigo 286 da LSA.

