

O uso de debêntures como medida de defesa à tomadas hostis de controle

O debate sobre o controle societário é um dos temas de direito comercial mais instigantes, pois trata do poder exercido para o comando das atividades empresariais. Quem o detém consegue direcionar a sociedade conforme as estratégias que lhe prouver.

O debate fica ainda mais complexo em virtude da transformação que o controle acionário foi passando, sobretudo quando envolve companhias abertas.

Com o desenvolvimento tecnológico e da globalização, os regimes societários no mundo passaram a se dividir, basicamente, em dois grandes sistemas: o sistema de capital pulverizado – também chamado de capital disperso –, e o sistema de capital concentrado.¹

Basicamente, o sistema de capital pulverizado é identificado nas sociedades cujas ações são negociadas na bolsa de valores e que **não apresentam, em sua estrutura societária, a figura do acionista controlador**,² enquanto na sociedade com capital concentrado, ainda que as ações de referida sociedade sejam listadas em bolsa, existe um acionista ou um grupo de acionistas que, em conjunto, exercem o controle de referida companhia.

Essa diferenciação foi abordada no seminal estudo de Berle & Means em “A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada”³ quando analisaram a situação das companhias abertas nos Estados Unidos e apontaram que na macroempresa há a separação entre propriedade acionária e o controle.⁴

Esse estudo foi uma lente para o que vinha ocorrendo no mercado acionário americano da época. Quando as grandes corporações deixavam de ter um acionista majoritário como controlador, o controle passaria aos seus administradores, devido à ausência de grandes concentrações de ações em um acionista ou grupo

¹ Munhoz, Eduardo S. Aquisição de controle na sociedade anônima, 1ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 72

² Conforme dispõe o art. 116, alíneas “a” e “b” da LSA, **é controlador** a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é **titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia**.

³ Berle, Adolf Augustus e Means, Gardiner C. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. – São Paulo: Abril Cultural, 1984

⁴ Berle, Adolf Augustus e Means, Gardiner C. ob. cit. p. 69

de acionistas. Com o capital pulverizado, deslocava-se a ideia de controle de quem era proprietário (acionista) para quem era administrador.⁵

No cenário de uma companhia aberta sob um regime de capital pulverizado, a sociedade tende a ser alvo de um número maior de investidas por certos agentes de mercado para a aquisição do seu controle societário, seja através de ofertas públicas, escalada em bolsa e/ou ofertas hostis (*hostile takeovers*).

A oferta hostil “é aquela não solicitada e na qual a administração, e não raras vezes, os acionistas resistem e se opõem à oferta realizada.”⁶ Para evitar que a companhia tenha seu controle tomado, foram desenvolvidas medidas defensivas contra essas ofertas (*antitakeover measures*). Dentre elas, a *poison pill*.

Conforme ensina Modesto Carvalhosa, “a *poison pill* pode ser compreendida como um instrumento jurídico adotado pela companhia com o intuito de dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil”.⁷ Esse instrumento é uma cláusula estatutária que dá aos acionistas “direitos de aquisição ou subscrição de ações, normalmente, a preços bastantes inferiores aos praticados pelo mercado”.⁸

Essa cláusula não tem o condão de evitar a venda de ações da companhia à terceiros [ou pelo menos não deveria], mas na verdade, impedir que o controle – ou parte relevante das ações de emissão da companhia - seja adquirido por outras pessoas sem a prévia negociação com o conselho de administração da sociedade.⁹

10

⁵ Dessa dicotomia surgiu a teoria da agência, que “analisa os conflitos existentes entre os principais (proprietários) e os agentes (administradores) considerando que o interesse dos primeiros nem sempre estão alinhados ao dos administradores.” – Bedicks, Heloisa Belotti. Dispersão de capital em empresas brasileiras sob a perspectiva da governança corporativa. In: IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo: Saint Paul Editora, 2009, cap. 4

⁶ Shiguematsu, Plínio José Lopes. Mecanismos de proteção e estratégias de defesa em tomadas hostis de controle: in Castro, Rodrigo R. Monteiro e Aragão, Leandro Santos de. Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quatier Latin, 2009. pp. 391-440

⁷ Carvalhosa, Modesto. As Poison Pills Estatutárias Na Prática Brasileira – Alguns Aspectos De Sua Legalidade: in Castro, Rodrigo R. Monteiro e Aragão, Leandro Santos de. Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quatier Latin, 2009. pp. 19-29

⁸ Nascimento, João Pedro Barroso do. Medidas defensivas à tomada de controle de companhias – São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 136

⁹ Nascimento, João Pedro Barroso do. ob. cit. p. 61

¹⁰ A criação da *poison pill* é atribuída ao famoso advogado norte americano Martin Lipton que usou tal medida nos anos 80 em dois casos bem emblemáticos, El Paso Electric vs General American Oil e no caso Lenox vs Brown Foreman. – Gaughan, Patrick A. Mergers, acquisitions, and corporate restructurings. Seventh edition. Hoboken: Wiley, 2017. p. 188

Apesar da *poison pill* ser uma ferramenta importante e bem badalada¹¹ a verdade é que há outras formas de pensar em defender a companhia de ofertas hostis, como é o caso das debêntures. As debêntures são títulos emitidos pela companhia e se enquadram juridicamente como uma espécie de mútuo. Esse título serve para a capitalização de recursos.

Tendo em vista a possibilidade de a companhia emitir esse título também como forma de resistência a uma eventual tomada de controle, pretendemos abordar neste artigo, **sem a intenção de esgotar o tema**, o uso de debêntures como medida defensiva às *hostile takeovers* abordando de um modo amplo a **1) natureza jurídica das debêntures** para em seguida dar pinceladas de como ela pode servir como **2) medida de defesa à tomada hostil de controle** e, por fim, trazer algumas reflexões como **3) considerações finais**.

1. NATUREZA JURÍDICA DAS DEBÊNTURES

As debêntures¹² são valores imobiliários emitidos exclusivamente por companhias e têm previsões legais,¹³ sobretudo na Lei 6.404/76 ("LSA"). Nela está disposto que, quem detém esses títulos tem contra a companhia emissora um direito de crédito e as especificidades desse direito constituído estará na escritura de emissão e, se houver, do certificado.¹⁴

Emitindo debêntures a companhia tem a possibilidade de se capitalizar sem que se dilua, de imediato, a participação dos sócios atuais.

De acordo com José Waldecy Lucena, as debêntures surgiram na Inglaterra por volta de 1455.¹⁵ *Debentur*, como era chamada no velho inglês, vem do latim *debeor* e *debitus sum* que significa *ser devido*, "por se iniciarem os recibos ou títulos de dívida com palavras latinas '*debentur mihi*' (são-me devidos, devem-me)".¹⁶ Ou seja, era

¹¹ Como no Brasil ainda não é a regra haver companhias de capital pulverizado, o cenário de *hostile takeovers* é bem mais singelo que nos EUA e UK. Logo, o acionamento das *poison pills* também são menos comuns. Daí o tema de medidas defensivas à tomada de controle, no Brasil, tende a ser muito mais comum no campo acadêmico.

¹² Buscamos sempre referenciar esse título no plural pois, como ensina José Edwaldo Tavares Borba: "Trata-se de um título de massa, porquanto as debêntures são sempre emitidas em bloco." in Borba, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. – 18. ed. – São Paulo: Atlas, 2021. p. 289

¹³ Lei 12.341/11 que trata das Debêntures incentivadas; Lei 6.385/76 que define as debêntures também como um valor mobiliário; e a Lei 4.728/65 que disciplina o mercado de capitais e dá panoramas gerais para a emissão de Debêntures e trata da sua conversão em participação societária.

¹⁴ LSA: Art. 52

¹⁵ Lucena, José Waldecy. Das Sociedades Anônimas – comentários à lei (arts. 1º a 120), vol I. – Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 531

¹⁶ Lucena, José Waldecy. ob. cit. p. 531

uma confissão escrita de dívida, ou um certificado assinado por um oficial ou corporação pública, como documento de um débito, e que posteriormente foi estendido, como título ao portador, aos empréstimos contraídos pelas companhias ou sociedades em comandita por ações, dentro e fora da Inglaterra¹⁷

Parte da doutrina a define como um título de crédito,¹⁸ e um dos argumentos para tal defesa seria que o código de processo civil brasileiro “também evidência, de maneira inequívoca, a natureza jurídica da debênture como um título de crédito, ao listá-la como título executivo extrajudicial ao lado da letra de câmbio, da nota promissória, da duplicata e do cheque.”¹⁹⁻²⁰

Apesar disso, Modesto Carvalhosa entende as debêntures como um **título de crédito imperfeito**, na medida que não guardam todas as características intrínsecas aos títulos de crédito.²¹ Tal posição nos parece ser a mais sensata.

Relembrando: títulos de crédito são representações de obrigações pecuniárias, contudo, não se confundem com as obrigações em si. Esses títulos são fundamentados em três princípios: **a cartularidade**, que é a necessidade da posse do título para que se exerça o direito contra o devedor; **a literalidade**, que limita o credor a exigir apenas o que está na cártula do título; **e a autonomia**, que trata da independência das obrigações representadas no título, de modo que, se uma das obrigações padecer de algum vício (sendo nulo ou anulável) ou alteração, não afetará as demais obrigações presentes no mesmo título.²²

Carvalhosa defende que nas debêntures faltam esses três requisitos.

Falta literalidade “na medida em que a sua criação se vincula à deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, em se tratando de debêntures simples (art. 59) e a eficácia da deliberação, à lavratura da escritura de emissão que reproduz as cláusulas do empréstimo (art. 61) [da LSA].”²³ Como é nesta escritura que

¹⁷ Lucena, José Waldecy. ob. cit. p. 531

¹⁸ Borba, José Edwaldo Tavares. ob. cit. p. 292

¹⁹ Eizirik, Nelson. A lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 321

²⁰ Código de Processo Civil de 2015. Art. 784. São títulos executivos extrajudiciais: I - a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata, a debênture e o cheque; [...]

²¹ Carvalhosa, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas, 1º volume: artigos 1º ao 74. – 6. ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2011. pp. 673-674

²² Coelho, Fábio Ulhoa. Manual de direito comercial: direito de empresa. – 28. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. pp. 209-211

²³ Carvalhosa, Modesto. ob. cit. p. 674

constam todos os direitos e garantias da debênture, a “constituição do direito é anterior e fora do título, o que retira o requisito de literalidade”.²⁴

A falta de autonomia se manifesta frente ao princípio da comunhão existente nas debêntures, visto que, com a possibilidade de os debenturistas modificarem as cláusulas e condições da emissão em assembleia própria (art. 71 da LSA), o que ali for decidido atingirá todos as debêntures daquela emissão.

Por fim, **também não se identifica mais a cartularidade nas debêntures**, na medida que a necessidade de cártula para esse título foi revogada com a lei 8.021/90, de forma que foram “derrogadas as disposições a propósito de emissão de certificados constantes dos arts. 63, 64 e 65 [da LSA].”²⁵

O STJ também tem manifestado entendimento que as debêntures não são títulos de crédito justamente pela ausência dos requisitos abordados acima.²⁶

De todo modo, a doutrina entende que a debênture é um mútuo, mas em caráter especial, ressalvadas as suas especificidades.²⁷ Um **mútuo debenturístico**.²⁸

2. DEBÊNTURE COMO MEDIDA DE DEFESA À TOMADA HOSTIL DE CONTROLE

Como abordado no início deste ensaio, a *poison pill* é uma das formas de medida defensiva à tomada de controle societário e “consistem em dividendo distribuído aos acionistas detentores de ações ordinárias de companhia suscetível à tomada de controle, mediante pagamento em ações preferenciais, sem direito de voto, de tal companhia.”²⁹ Nos EUA o modelo de *poison pill* mais comum é o *Shareholders Right Plan* (SRP) em que, diante uma oferta hostil, a companhia emita mais ações e os acionistas atuais (exceto o ofertante hostil) tenham condições privilegiadas de

²⁴ Carvalhosa, Modesto. ob. cit. p. 674

²⁵ Carvalhosa, Modesto. ob. cit. p. 675

²⁶ REsp n. 1.316.256/RJ, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 18/6/2013, DJe de 12/8/2013. REsp n. 1.321.243/RJ, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 18/6/2013, DJe de 12/8/2013.

²⁷ Como é o caso das debêntures conversíveis em ações, que dão o direito de participação “e não apenas um direito de crédito”, como bem lembra José Romeu Garcia do Amaral, que, inclusive, aponta que “não há como categorizar a debênture como espécie de contrato de mútuo, como se fazia anteriormente. Enquadrá-la naquilo que se revela em sua base, sem considerar as suas características próprias, é inverter a lógica que nos leva a caracterizar uma espécie em determinada categoria jurídica.” - Amaral, José Romeu Garcia do. Regime Jurídico das debêntures. – São Paulo: Almedina, 2014. p. 52

²⁸ Carvalhosa, Modesto. ob. cit. p. 658

²⁹ Nascimento, João Pedro Barroso do. ob. cit. p. 136

comprar essas novas ações emitidas, e/ou, a possibilidade da própria companhia comprar suas ações.^{30,31}

Essa medida é aplicada no Brasil de uma forma diferente. Aqui ela é alocada nos estatutos sociais “estabelecendo que a aquisição de determinado percentual de ações de emissão da companhia no mercado (15%, 20%, 25%...) gera, para o adquirente, o dever de realizar Oferta Pública de Aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os demais acionistas.”³²

Todavia, nem só por *poison pill* o controle de uma companhia é defendido. As debêntures também podem servir como medida defensiva.

Como aponta José Romeu Garcia do Amaral, as medidas defensivas se dividem em dois marcos temporais, **medidas prévias de proteção** e as **medidas a posteriori**.³³ As medidas prévias são caracterizadas por serem pré-estabelecidas e, portanto, já serem de conhecimento do mercado (SRP, por exemplo) e as medidas a posteriori, por óbvio, são as que ocorrem mediante a uma oferta concreta, também chamadas de *capital structure changes*.³⁴

As debêntures podem servir nos dois momentos.

Como **medida prévia**, as debêntures podem estabelecer nas suas escrituras situações que ensejarão o vencimento antecipado dessa dívida. Isso pode ocorrer por qualquer forma de alteração de controle, ou, que o novo adquirente contraia novas dívidas³⁵ a partir de determinado percentual.

Essa medida prévia costuma ser chamada como *macaroni defense* ou *poison put* e, nas palavras de João Pedro Nascimento, “consiste na emissão de debêntures pela companhia com a obrigação de recompra, com prêmio relevante, no caso de

³⁰ Nascimento, João Pedro Barroso do. ob. cit. pp. 136-137

³¹ Um exemplo de *poison pill* na prática foi no caso em que Brown Forman, uma companhia americana de destilados, fez uma oferta hostil para a aquisição do controle pela Lenox Inc. À época da oferta (1983), as ações da companhia alvo estavam sendo negociadas a 60 dólares, o que para a ofertante era um valor abaixo do que realmente deveriam ser negociadas, daí a ofertante fez uma proposta de compra pagando 87 dólares por cada ação da Lenox. Martin Lipton, o advogado da Lenox, sugeriu que a sua cliente oferecesse a cada acionista ordinário um dividendo de ações preferenciais que seriam convertidos em 40 ações para cada ação que a Brown comprasse. Com isso, a tentativa de compra do controle da Brown seria infrutífera na medida que ela seria drasticamente diluída após a compra da Lenox. - Gaughan, Patrick A. ob. cit. pp. 187-188

³² Carvalhosa, Modesto. As Poison Pills Estatutárias Na Prática Brasileira – Alguns Aspectos De Sua Legalidade: *in* Castro, Rodrigo R. Monteiro e Aragão, Leandro Santos de. Direito Societário – Desafios Atuais – São Paulo: Quatier Latin, 2009. pp. 19-29

³³ Amaral, José Romeu Garcia do. ob. cit. p. 198

³⁴ Amaral, José Romeu Garcia do. ob. cit. p. 198

³⁵ Amaral, José Romeu Garcia do. ob. cit. p. 199

sucesso de oferta hostil de aquisição de controle."³⁶ Ou seja, "a companhia emite debêntures sob a condição de resgate obrigatório em caso de alienação de controle, fazendo com que o novo controlador tenha que lidar com uma conta mais 'salgada' após o sucesso da investida".³⁷

Para Scalzilli, essa medida tem respaldo no art. 55, §4º da LSA que diz que "A companhia poderá emitir debêntures cujo vencimento somente ocorra nos casos de inadimplência da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título", o que pode ser um desembolso muito alto que o pretense novo controlador por enfrentar.³⁸

A **medida posteriori**, por sua vez, ocorre com um processo de recapitalização da companhia, ocasionando uma mutação na estrutura financeira da sociedade (*capital structure changes*). "O plano de recapitalização normalmente compreende o pagamento de altos dividendos aos acionistas, os quais são financiados por meio de assunção de novas dívidas pela sociedade."³⁹ Esse endividamento pode ocorrer justamente através de emissões de debêntures simples ou conversíveis em ações (art. 59, §§ 1º e 2º da LSA). Esse processo também é conhecido como *leveraged recapitalization*.

Nesse caso, como a medida é posterior à oferta hostil, o ideal é que o processo de emissão das debêntures seja rápido. As ofertas das debêntures, nesse sentido, podem ser privadas, que não são oferecidas ao público em geral (que inclusive não demandam registro na CVM nem que a companhia seja aberta) ou por meio de um registro automático de distribuição (arts. 26 e 27 da Resolução CVM 160).⁴⁰

Ainda como medida posteriori, é possível que, caso a escritura da emissão das debêntures não trate sobre o vencimento antecipado por conta da mudança do controle, seja acrescido essa cláusula por intermédio de uma assembleia de debenturistas cujo quórum para tal deliberação deverá constar na escritura,

³⁶ Nascimento, João Pedro Barroso do. ob. cit. p. 181

³⁷ Scalzilli, João Pedro. Mercado de Capitais, Ofertas Hostis e Técnicas de Defesa. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 218

³⁸ Nascimento, João Pedro Barroso do. ob. cit. pp. 181-182

³⁹ Amaral, José Romeu Garcia do. ob. cit. p. 199

⁴⁰ Antes de janeiro de 2023 vigorava a Instrução CVM 476 que previa a possibilidade de uma oferta pública com esforços estritos, que era um processo de registro dessas debêntures na CVM mais célere e menos custoso. Como essa medida foi revogada, agora o processo é através do registro automático, que prescinde que o ofertante atenda aos requisitos dos arts 26 e 27 da Resolução 160 da CVM.

conforme art. 71, §5º da LSA, e que prevê que ao menos a metade das debêntures em circulação deve aprovar referida matéria.

Neste caso, “o porém” será o interesse dos debenturistas em acrescentar ou não essa medida defensiva aos títulos, demandando, deste modo, lobby da companhia alvo da oferta hostil frente a esses credores.

3. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto, as medidas defensivas à tomada de controle societário são formas de proteger as companhias abertas de ofertas hostis que podem ocorrer no curso de suas jornadas no mercado de capitais. Companhias com capital pulverizado podem ser mais propensas a esse tipo de oferta, na medida que não têm a figura de um acionista controlador.

Como forma de defesa contra essas investidas, a companhia pode se cercar de diversas medidas, mas, as mais comuns são as *poison pills*, que são cláusulas estatutárias que oneram o ofertante sobremaneira quando oferecem uma oferta de compra sem “obedecer ao rito tradicional”, isto é, negociar com os administradores da companhia. Além dessa medida, há o uso das debêntures, que na qualidade de um mútuo especial, capitalizam-na sob a condição de um alto endividamento futuro, ou imediato, sobretudo quando há a troca de controle.

Sendo assim, sob a ótica do que fora abordado mais acima, as debêntures são uma ótima forma de tolher uma *hostile takeover* mediante um possível alto endividamento da companhia.

Não obstante, vale frisar que considerar uma cláusula que preveja o vencimento antecipado de uma debênture pelo fato da alteração de controle, não nos parece configurar uma medida defensiva a uma oferta hostil. Neste caso, nos parece que é uma medida contratual pró *stakeholder*, sobretudo, credores. Ao nosso entender, para que se caracterize uma medida, especificamente contra ofertas hostis, é preciso que a cláusula de vencimento antecipado tenha uma condição suspensiva específica cujo a condição seja a efetiva tomada de controle sob o cenário desse tipo de oferta.

Na prática brasileira, salvo algumas exceções, as *antitakeover measures* tendem a ser, na verdade, formas de entrincheiramento para os atuais controladores.

Por outro lado, apesar do mercado de capitais brasileiro estar se desenvolvendo a cada dia, o uso de debêntures como medida de combate a uma *hostile takeover* ainda nos parece distante da realidade brasileira, pois, no Brasil as companhias ainda seguem um padrão de excessiva concentração de poder econômico (tal como é na sociedade brasileira em geral).