



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Adriana Machado da Rocha Ferreira

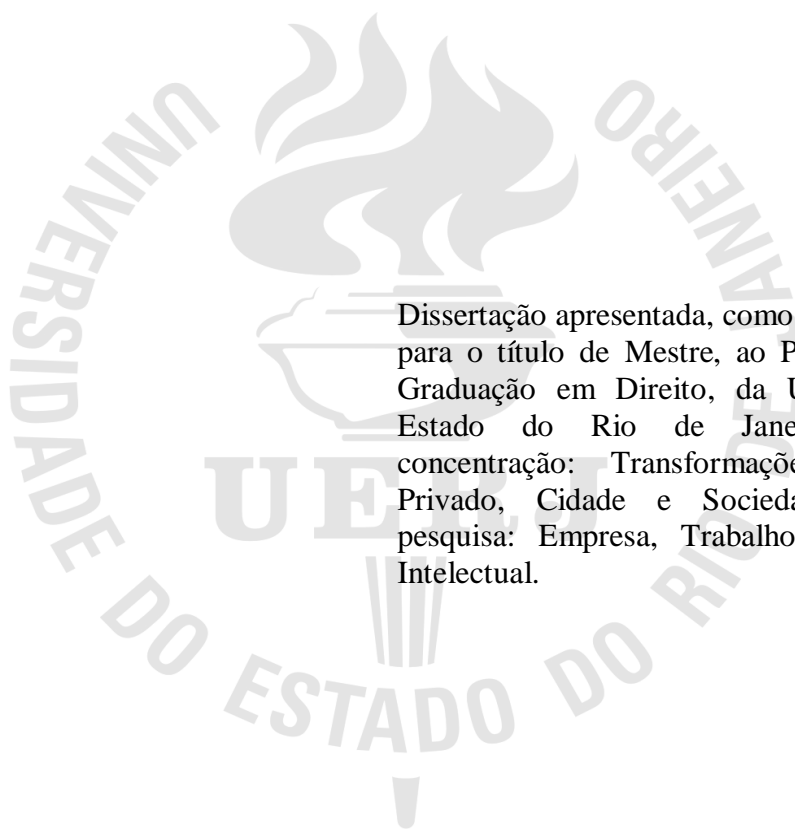
**Captação de recursos por meio de debêntures conversíveis em ações: uma
opção para os investimentos no Pré-Sal**

Rio de Janeiro

2013

Adriana Machado da Rocha Ferreira

Captação de recursos por meio de debêntures conversíveis em ações: uma opção para os investimentos no Pré-Sal



Dissertação apresentada, como requisito parcial para o título de Mestre, ao Programa de Pós Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Transformações do Direito Privado, Cidade e Sociedade. Linha de pesquisa: Empresa, Trabalho e Propriedade Intelectual.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves

Rio de Janeiro

2013

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

F383

Ferreira, Adriana Machado da Rocha.

Captação de recursos por meio de debêntures conversíveis em ações:
uma ação para os investimentos no Pré-Sal / Adriana Machado da Rocha
Ferreira. – 2013.

117 f.

Orientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.
Dissertação (mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro,
Faculdade de Direito.

1. Títulos de crédito- Teses. 2. Petróleo - Teses. 3. Investimentos – Teses.
4. Debêntures – Teses. I. Alves, Alexandre Ferreira de Assumpção. II.
Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 347.735

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Adriana Machado da Rocha Ferreira

Captação de recursos por meio de debêntures conversíveis em ações: uma opção para os investimentos no Pré-Sal

Dissertação apresentada, como requisito parcial para o título de Mestre, ao Programa de Pós Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Transformações do Direito Privado, Cidade e Sociedade. Linha de pesquisa: Empresa, Trabalho e Propriedade Intelectual.

Aprovada em: _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Orientador)

Faculdade de Direito - UERJ

Prof. Dr. Maurício Moreira Mendonça de Menezes

Faculdade de Direito - UERJ

Prof^a. Dra. Uinie Caminha

Universidade Federal do Ceará

Rio de Janeiro

2013

DEDICATÓRIA

Ao meu pai, pelo exemplo de vida, e por ter me incentivado a enveredar pelos caminhos do Direito e por me mostrar a importância da vida acadêmica.

À minha mãe, pelo amor, carinho, zelo e dedicação, grande responsável pelas vitórias de minha vida.

AGRADECIMENTOS

À minha família, por todo o apoio e compreensão que tiveram comigo.

Ao meu amado Phillipe Paes, por todo o companheirismo e torcida ao longo desta jornada.

Aos meus professores e profissionais da UERJ, por todo o incentivo e aprendizado.

Ao professor Alexandre Assumpção, pela orientação e disponibilidade.

Aos meus queridos amigos, sempre presentes nos momentos importantes da minha vida. Em especial, à Luiza Oliveira, pela ajuda e estímulo.

Aos advogados e estagiários do Carvalhosa e Eizirik Advogados, especialmente, aos advogados Nelson Eizirik, Flávia Parente, Andrea Braga e Renata Moritz, pela oportunidade a mim confiada e, às estagiárias Clarissa Moliterno e Lara Gomes, por todo o auxílio.

E, em especial, à ANP/FINEP.

Este projeto de pesquisa contou com o apoio financeiro da Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP e Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP, por meio do Programa de Recursos Humanos da ANP para o setor de Petróleo e Gás Natural – PRH-ANP-MCT.



RESUMO

FERREIRA, A. M. R. **Captação de recursos por meio de debêntures em ações:** uma opção para a indústria do Pré-Sal. 2013.123 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

O tema a respeito do financiamento da exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas do Pré-Sal tem sido motivo de debate entre estudiosos e profissionais da área. No novo regime de exploração e produção previsto na Lei nº 12.351/2010, a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) será a operadora de todos os blocos contratados, ou seja, responsável pela condução e execução, direta ou indireta, de todas as atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento, produção e desativação das instalações de exploração e produção. Tal incumbência legal, por si só, denota o volume de investimentos que a Petrobras deverá realizar nos próximos anos, seja com recursos próprios ou de terceiros, para exploração dessas novas áreas descobertas. Ademais, as sociedades contratadas para empreender as operações exploratórias também necessitarão de recursos, uma vez que, junto com a Petrobras, assumirão os custos e os investimentos referentes às atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento, fabricação e desativação das instalações de exploração e produção decorrentes dos contratos de partilha. As debêntures conversíveis em ações apresentam-se como uma alternativa viável para a captação de recursos financeiros, além de proporcionarem vantagens, se comparadas com outras formas de financiamento, como empréstimos junto a instituições financeiras e aumento de capital, uma vez que é a companhia emissora responsável por decidir, por exemplo, a data e prazo de vencimento das debêntures e a forma de remuneração dos subscritores de tais títulos. O novo regime legal das debêntures, instituído pela Lei nº 12.431/2011, também veio a facilitar o uso desse instrumento para financiar as atividades de produção e exploração de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas do Pré-Sal. A Petrobras, mesmo enquanto sociedade de economia mista, poderá emitir debêntures conversíveis em ações, observadas algumas regras para a manutenção do seu controle pela União.

Palavras-chave: Debêntures. Petróleo. Novo marco regulatório do petróleo. Financiamento. Pré-Sal. Petrobrás. Emissão de valores mobiliários. Captação de recursos. Investimentos. Mercado de capitais. Sociedade de economia mista.

ABSTRACT

FERREIRA, A. M. R. **Raising funds through convertible debentures**: an option for the pre-salt industry. 2013. 123 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

The financing of oil, natural gas and other fluid hydrocarbons exploration and production in the Pre Sal areas has currently been a debated matter among scholars and professionals. Under the new exploration and production regime set forth in Law No. 12.351/2010, Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) will act as an operator of all contracted blocks, thus, it shall be responsible for the direct or indirect management and performance of all of the activities related to the exploration, evaluation, development, production and deactivation of the exploration and production facilities. This legal arrangement by itself denotes the volume of investments that Petrobras is expected to achieve, through the use of its own resources, in the coming years. Moreover, the companies contracted to perform the exploration activities will also be in need of a large amount of resources, since they, alongside with Petrobras, will bear the costs and expenses arising out of the exploration, evaluation, development, production and deactivation of the exploration and production facilities in connection with the sharing contracts. Convertible debentures present themselves as a feasible alternative to obtain the required financial resources in the securities exchange market, as well as are also more advantageous than other capitalization mechanisms, such as traditional bank loans or capital underwriting share subscriptions, since the issuing company is responsible for deciding, e.g., the debenture maturity date and the way that its underwriters will be remunerated. The new legal regime of the debentures, established by Law No. 12.431/2011, was also created to simplify the use of this instrument in order to finance the production and the exploration of oil, natural gas and other fluid hydrocarbons in the Pre Sal areas. Despite being a government-controlled company, Petrobras will be able to issue convertible debentures, provided that it complies with the rules related to its control by the government.

Keywords: Debentures. Oil. New oil regulatory mark. Financing. Pre Sal. Petrobrás. Issuance of securities. Fund raising. Investments. Bond market. Government. Controlled company.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 -	Sociedades habilitadas para a 11ª Rodada de Licitações da ANP.....	49
Quadro 2 -	Emissões de debêntures da Petrobras em 2002.....	69
Quadro 3 -	Evolução do capital social da Petrobras, de 2008 a 2012.....	70
Quadro 4 -	Aumentos de capital da Petrobras, de 2008 a 2012.....	72
Quadro 5 -	Classificações das ações e títulos de dívida da Petrobras.....	73
Quadro 6 -	Ofertas realizadas no Novo Mercado de Renda Fixa.....	84
Quadro 7 -	Volumes totais de emissões de <i>corporate bonds</i> no mercado de capitais dos Estados Unidos, de 1996 a 2012.....	87
Figura 1 -	Volume de emissões de <i>bonds</i> no mercado de capitais do Leste Asiático, de 2009 a 2012.....	89
Figura 2 -	Volume global de emissões de <i>corporate bonds</i> , de 2007 a meados de 2013.....	90
Figura 3 -	Volume de emissões primárias e secundárias no mercado de capitais brasileiro dos principais valores mobiliários, desde 1995.....	91
Figura 4 -	Relevância da indústria de petróleo e gás na Noruega em relação aos outros setores corporativos, nos anos de 2009 a 2012.....	92

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANP	Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e B combustíveis
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BTNFs	Bônus do Tesouro Nacional para fins fiscais
CETIP	Cetip S.A. – Mercados Organizados
Código NMRF	Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CNPE	Conselho Nacional de Política Energética
CNP	Conselho Nacional do Petróleo
CF/88	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
Lei das S.A.	Lei nº 6.404/1976
Lei do Petróleo	Lei nº 9.478/1997
LFTs	Letras Financeiras do Tesouro
Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A.
PNG 2013 a 2017	Plano de Negócios e Gestão 2013-2017
PL	Projeto de Lei
SIFMA	Securities Industry and Financial Markets Association
SPE	Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	10
1	AS DEBÊNTURES COMO FORMA DE FINANCIAMENTO ÀS COMPANHIAS PARA O EXERCÍCIO DA EMPRESA	15
1.1	Histórico	15
1.2	Natureza jurídica	17
1.2.1	<u>A debênture como título de crédito</u>	17
1.2.2	<u>A debênture como valor mobiliário</u>	26
1.3	Regime jurídico	28
2	OS INVESTIMENTOS NECESSÁRIOS PARA EXPLORAÇÃO DE RECURSOS NO PRÉ-SAL	39
2.1	A descoberta do Pré-Sal e a mudança no marco regulatório vigente	39
2.2	Os investimentos necessários para o Pré-Sal e o Direito dos Investimentos	46
2.3	A Petrobras e seus investimentos no Pré-Sal	54
3	A POSSIBILIDADE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR MEIO DE DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES PELA PETROBRAS PARA INVESTIMENTOS NO PRÉ-SAL	58
3.1	A atuação do Estado por meio das sociedades de economia mista	58
3.2	A Petrobras e sua atuação no mercado de capitais	66
3.2.1	<u>A criação da Petrobras como uma sociedade de economia mista</u>	66
3.2.2	<u>O histórico de atuação no mercado de capitais</u>	69
3.3	A emissão de debêntures como financiamento às companhias para o exercício da empresa	73
3.3.1	<u>As vantagens das debêntures em relação às outras formas de financiamento</u>	76
3.3.2	<u>O mercado de debêntures no Brasil</u>	80
3.4	O financiamento das companhias por meio de emissões de debêntures no Brasil e no Mundo	86
3.5	A emissão de debêntures conversíveis em ações pela Petrobras para captação de recursos para os investimentos no Pré-Sal	93
	CONCLUSÃO	107
	REFERÊNCIAS	110

INTRODUÇÃO

A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CF/88), no artigo 177, manteve o monopólio da União Federal¹ sobre as atividades relativas à indústria do petróleo, tendo ampliado alguns segmentos de sua atuação, bem como concedido, por meio da Emenda Constitucional nº 09 de 1995, a faculdade do Poder Público exercê-las mediante a contratação de sociedades empresárias privadas, *in verbis*:

Art. 177. Constituem monopólio da União:

I - a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos;

II - a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro;

III - a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores;

IV - o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem;

V - a pesquisa, a lavra, o enriquecimento, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados, com exceção dos radioisótopos cuja produção, comercialização e utilização poderão ser autorizadas sob regime de permissão, conforme as alíneas *b* e *c* do inciso XXIII do caput do art. 21 desta Constituição Federal.

§ 1º A União poderá contratar com empresas estatais ou privadas a realização das atividades previstas nos incisos I a IV deste artigo observadas as condições estabelecidas em lei.

§ 2º A lei a que se refere o § 1º disporá sobre:

¹ Na época do Brasil Imperial, a exploração do petróleo se dava por meio do regime dominial. Assim, a Coroa outorgava este direito de exploração aos particulares, por meio de “concessões ministeriais”. Um dos primeiros registros foi a concessão dada ao inglês Thomas Denny Sargeant, outorgada pelo Decreto nº 3.352/1864, o qual passou a ter o direito de extrair turfa, petróleo, ferro, cobre e quaisquer outros minerais nas Comarcas de Camamu e Ilhéus, na Província da Bahia, pelo período de noventa anos. Com a Constituição Republicana, de 1891, o regime de exploração do petróleo passou a ser o fundiário (ou de acessão), visto que o artigo 72, §17º, determinou que as minas pertenciam ao proprietário do solo, ressalvada a possibilidade de desapropriação por utilidade ou necessidade pública. Este regime foi eliminado pela Constituição de 1934, a qual estabeleceu em seu artigo 118 que as minas e demais riquezas do subsolo constituíam propriedade distinta daquela do solo, para efeito de exploração ou aproveitamento industrial. Desse modo, o regime à época voltou a ser o dominial, que tem como premissa a necessidade de se fomentar a exploração minerária por meio de sua concessão a terceiros. A Constituição Federal de 1937 conservou a escolha do Estado a respeito da adoção do regime dominial, contudo, proibiu a participação de estrangeiros e introduziu a expressão “autorização”, ao invés de “concessão”. Com a promulgação da Constituição de 1946, foi retomado o espírito da Constituição Federal de 1934. Entretanto, eliminou-se a participação do proprietário nos lucros, mantendo somente o direito de preferência; não houve referência expressa ao petróleo. Em 1953, com a Lei nº 2004, o monopólio para explorar e produzir petróleo passou a ser da União. Esta Lei criou a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, dispôs sobre a política nacional do petróleo e fixou atribuições ao Conselho Nacional do Petróleo. A Constituição Federal de 1967, além da Emenda nº 09/1969, reestabeleceu o direito do proprietário a participar dos resultados da lavra e inovou ao estabelecer, de forma expressa, o monopólio da União na pesquisa e lavra do petróleo, nos termos de seu artigo 169. Nesse sentido, VALOIS, Paulo. **A Evolução do Monopólio Estatal do Petróleo**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2000, p.14 e ss e LIMA, Paulo César Ribeiro. **O Pré-Sal é Nosso! Pelo Retorno da Lei 2004/53**. São Paulo: LM Editorial. Sem ano. Publicação do Sindicato dos Trabalhadores em Processamento de Dados e Empregados de Empresas de Processamento de Dados do Estado de São Paulo – SINDPD.

I - a garantia do fornecimento dos derivados de petróleo em todo o território nacional;

II - as condições de contratação;

III - a estrutura e atribuições do órgão regulador do monopólio da União;

§ 3º A lei disporá sobre o transporte e a utilização de materiais radioativos no território nacional.

§ 4º A lei que instituir contribuição de intervenção no domínio econômico relativa às atividades de importação ou comercialização de petróleo e seus derivados, gás natural e seus derivados e álcool combustível deverá atender aos seguintes requisitos:

I - a alíquota da contribuição poderá ser:

a) diferenciada por produto ou uso;

b) reduzida e restabelecida por ato do Poder Executivo, não se lhe aplicando o disposto no art. 150, III, *b*;

II - os recursos arrecadados serão destinados:

a) ao pagamento de subsídios a preços ou transporte de álcool combustível, gás natural e seus derivados e derivados de petróleo;

b) ao financiamento de projetos ambientais relacionados com a indústria do petróleo e do gás;

c) ao financiamento de programas de infraestrutura de transportes.

A Lei nº 9.478/1997, também conhecida como a “Lei do Petróleo”, regulamentou o artigo 177 da CF/88, estabelecendo que as atividades afetas à indústria do petróleo e do gás natural seriam exercidas pelos particulares em regime de concessão ou autorização, conforme a especificidade do setor explorado. Nos termos da redação original do *caput* do seu artigo 23, “as atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e de gás natural serão exercidas mediante contratos de concessão, precedidos de licitação, na forma estabelecida nesta Lei”².

A justificativa para esta opção legislativa de 1997 é que as atividades de exploração e produção pressupõem uma delimitação espacial da área a ser explorada, pois não seria viável que diversos agentes atuassem na mesma jazida simultaneamente.³

Em julho de 2006, a Petrobras anunciou a descoberta de reservatórios de petróleo e gás natural na camada do Pré-Sal⁴ no campo de Tupi, na Bacia de Santos, que é a primeira jazida de óleo leve encontrada no Brasil. Em novembro de 2007, o Governo brasileiro

² Com a promulgação da Lei nº 12.351/2010, o *caput* do artigo 23 passou a ter a seguinte redação: “As atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e de gás natural serão exercidas mediante contratos de concessão, precedidos de licitação, na forma estabelecida nesta Lei, **ou sob o regime de partilha de produção nas áreas do Pré-Sal e nas áreas estratégicas, conforme legislação específica.**” (grifou-se).

³ ARAGÃO, Alexandre Santos de. “As Concessões e Autorizações Petrolíferas e o Poder Normativo da Agência Nacional do Petróleo”. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 44, mai-jun/2002, p. 171-202.

⁴ Segundo o art. 2º, IV, da Lei nº 12.351/2010, a área do Pré-Sal é a região do subsolo formada por um prisma vertical de profundidade indeterminada, com superfície poligonal definida pelas coordenadas geográficas de seus vértices estabelecidas no Anexo desta Lei, bem como outras regiões que venham a ser delimitadas em ato do Poder Executivo, de acordo com a evolução do conhecimento geológico.

divulgou que a estimativa de produção, somente para este campo, estaria entre 5 e 8 bilhões de barris de petróleo e gás⁵.

Em 2009, os deputados Fernando Ferro e Paulo Teixeira foram relatores de um estudo sobre os desafios do Pré-Sal, (BRASIL, 2009a) no qual foram analisados os dados econômicos para exploração desta área e os investimentos que a Petrobras precisará realizar. De acordo com tal estudo, no Plano de Negócios para o período de 2009 a 2013, a Petrobras anunciou investimentos totais de US\$ 174.400.000.000,00 (cento e setenta e quatro bilhões e quatrocentos milhões de dólares norte americanos) sendo que US\$ 104.000.000.000,00 (cento e quatro bilhões de dólares norte americanos) serão destinados à área de exploração e produção e cerca de US\$ 28.000.000.000,00 (vinte e oito bilhões de dólares norte americanos) serão aplicados no desenvolvimento da província do Pré-Sal.

Em 22.12.2010, foi promulgada a Lei nº 12.351, a qual dispõe sobre a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos no Pré-Sal e outras áreas estratégicas, sob uma nova forma de contratação – o regime de partilha de produção. Neste regime, a Petrobras será responsável pela condução e execução, direta ou indireta, de todas as atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento, produção e desativação das instalações de exploração e produção. Desse modo, percebe-se que, nos próximos anos, a Petrobras deverá realizar, seja com recursos próprios ou de terceiros, vultosos investimentos⁶.

Paralelamente, em 30.12.2010, foi editada a Medida Provisória nº 517, convertida na Lei nº 12.431, de 27.06.2011. Dentre outras disposições, a Lei nº 12.431/2011 alterou em parte o regime legal das debêntures, visando a estimular a captação de recursos no mercado de capitais, possibilitando que a poupança popular complemente os investimentos que serão necessários nos próximos anos em setores estratégicos da economia nacional, como a indústria do petróleo.

Dessa forma, a debênture constitui uma boa alternativa para obtenção de recursos no mercado de valores mobiliários. O financiamento dos investimentos mediante a emissão de debêntures poderá ser vantajoso, uma vez que, dentre outras características, tais títulos: (i) constituem uma opção de financiamento a longo prazo; (ii) proporcionam a captação de grandes volumes de capital; (iii) possuem baixo custo, dado que uma única operação de emissão de debêntures gera custos menores do que várias operações de mútuo bancário; (iv) são bem recepcionados, tanto no mercado primário, quanto no secundário; (v) proporcionam a

⁵ Informação disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/linhadotempo/epocas/2006/Petrobras-anuncia-descoberta-do-pre-sal>>. Acesso em: 17 mar. 2012.

⁶ De acordo com o que vem sendo divulgado na mídia, o investimento deverá ser de aproximadamente US\$67 bilhões somente para as atividades exploratórias no Pré-Sal da Bacia de Santos.

adequação do fluxo de caixa da emitente, tendo em vista que é o emissor que estabelece, na escritura de emissão, os prazos, a amortização, as garantias e os resgates; (vi) dão, à administração da companhia, liberdade quanto às condições da emissão; (vii) consistem em uma forma de financiamento que não necessariamente retém os bens do ativo, visto que não impedem a alienação, facultando ao emissor onerar alguns ativos, dando-os em garantia; (viii) não implicam na alteração do controle acionário da companhia; e (ix) proporcionam à emitente a possibilidade de negociar suas ações a preços superiores ao que obteria caso optasse pela emissão de novas ações.

Objetivos

A proposta da pesquisa realizada é estudar as debêntures como forma de financiamento das companhias para o exercício da empresa, com o objetivo de verificar se a emissão de debêntures conversíveis em ações apresenta-se como uma boa opção para os investimentos que serão necessários para a produção e exploração de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas do Pré-Sal.

Desse modo, os objetivos gerais da dissertação foram analisar: (i) a debênture e suas características, identificando seus benefícios para a captação de recursos no mercado de capitais para sociedade de economia mista, bem como (ii) a descoberta do pré-sal e a respectiva necessidade de investimentos para produção e exploração desta área. Enquanto os objetivos específicos foram estudar: (i) os investimentos no Pré-Sal, com os desafios da Petrobras para exploração desta área, tendo em vista que, após a descoberta no Brasil dos grandes reservatórios de petróleo e gás natural ali situados, o Governo Federal alterou o marco regulatório para o setor de óleo e gás natural, até então baseado no contrato de concessão de blocos (Lei nº 9.478/1997). Com o regime de partilha instituído pela Lei nº 12.351/2010, a Petrobras e as sociedades contratadas para empreender as operações exploratórias necessitarão de maiores recursos, uma vez que assumirão os custos e os investimentos referentes às atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento, produção e desativação das instalações de exploração e produção decorrentes dos contratos de partilha; (ii) a emissão de debêntures conversíveis em ações pela Petrobras para que esta possa (a) atender às necessidades financeiras surgidas com a Lei nº 12.351/2010, (b) assegurar controle do Estado e (c) manter a proporção entre as ações ordinárias e preferenciais, exigidas pela Lei Societária; (iii) o direito de preferência dos atuais acionistas das companhias emissoras das debêntures conversíveis em ações; (iv) o momento e o modo de fixação do preço das ações

convertidas e a eventual diluição de participação dos demais acionistas; e (v) possíveis vantagens que tais debêntures podem conferir aos debenturistas.

Metodologia

Para o desenvolvimento desta dissertação, a estrutura foi montada de maneira que o primeiro capítulo, intitulado “as debêntures como forma de financiamento às companhias para o exercício da empresa”, trata da natureza jurídica das debêntures e o seu regime jurídico. Já o segundo capítulo, denominado “os investimentos necessários para exploração de recursos no Pré-Sal”, discorre sobre os investimentos que serão indispensáveis para viabilizar a exploração dessas áreas. Por fim, no terceiro e último capítulo, é demonstrado que a Petrobras, constituída como uma sociedade de economia mista, poderá captar os recursos a serem utilizados em sua atuação nas áreas estratégicas por meio da emissão de debêntures conversíveis em ações, as quais possuem diversas vantagens se comparadas a outras modalidades de financiamento e estão sendo utilizadas pelas companhias no Brasil e no mundo.

Com efeito, a pesquisa foi pautada no método jurídico-teórico, e baseou-se em fontes doutrinárias de autores nacionais e estrangeiros e também na análise da legislação e de decisões dos tribunais nacionais sobre a matéria.

Além disso, a pesquisa contemplou também a análise de material documental em meio impresso e eletrônico, especialmente quanto às informações das Rodadas de Licitação da Agência Nacional do Petróleo.

Ademais, foram feitos diversos levantamentos quanto às emissões de debêntures e títulos de dívida no Brasil e no exterior, a fim de comparar o volume negociado, bem como a quantidade de companhias envolvidas.

1 AS DEBÊNTURES COMO FORMA DE FINANCIAMENTO ÀS COMPANHIAS PARA O EXERCÍCIO DA EMPRESA

Este capítulo aborda as debêntures como forma de financiamento às atividades das sociedades empresárias. Inicialmente, será narrado o histórico das debêntures para, em seguida, ser analisada sua natureza jurídica, a fim de verificar se são títulos de crédito e/ou valores mobiliários. Após, será examinado o regime jurídico das debêntures, o qual sofreu alterações após a edição da Lei nº 12.431/2011.

1.1 Histórico

As debêntures, conforme definição de Martins (1977, p. 302) “são títulos emitidos pelas sociedades anônimas, representativos de um empréstimo contraído pelas mesmas, cada título dando aos portadores da mesma série idênticos direitos contra a sociedade.”

A origem etimológica do vocábulo “debênture” é explicada por Eduardo de Carvalho, nos seguintes termos:

Debênture, ou debêntura, neologismo advindo do médio ou velho inglês (*middle or old english*) *debentur*, que por sua vez adotou do latim (voz passiva do verbo *debeor, deberis, deberi, debitus sum* = ser devido), por iniciarem os recibos ou títulos de dívida com as palavras latinas *debentur mihi*, são-me devidos, devem-me. Era inicialmente uma confissão escrita de dívida, ou um certificado assinado por oficial ou corporação pública, como documento de um débito; quase exclusivamente usado como instrumento de confissão de obrigação de corporação de grandes capitais, emitido com o fim de ser comercializado como investimento de capital. Por posterior extensão, título ao portador de empréstimo contraído pelas companhias ou sociedades em comandita por ações dentro ou fora do país. (CARVALHO, 1960, p. 456).

O primeiro diploma legal brasileiro que previu a contratação de empréstimos pelas companhias por meio de obrigações ao portador foi a Lei nº 3.150/1882, que regulava o “*estabelecimento de companhias e sociedades anônimas*”⁷. Segundo o artigo 32, era permitido às sociedades anônimas contrair empréstimos de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador, *in verbis*:

⁷ Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaTextoIntegral.action?id=56167&norma=72018>>. Acesso em: 22 set. 2012.

Art. 32. E' permitido ás sociedades anonymas contrahir emprestimo de dinheiro por meio de emissão de obrigações ao portador.

§ 1º A importancia do emprestimo nunca poderá exceder a totalidade do capital social.

§ 2º Os portadores de obrigações podem nomear um fiscal, que funcione conjuntamente com os de que trata o art. 14, e com as mesmas attribuições.

§ 3º E' licito aos mesmos portadores assistir ás assembléas geraes e tomar parte nas discussões, sem voto deliberativo.

Assim, conforme esclareceu Borba (2005, p. 2-3), “a regulamentação dessa lei [Lei nº 3.150/1882] referiu-se porém à debênture como sinônimo de obrigação ao portador”. Dias depois da promulgação da Lei nº 3.150/1882, por meio do Decreto nº 8.821/1882 (também conhecido como “a Primeira Lei das Sociedades Por Ações”), a palavra “debênture”, apareceu no texto legal, de fato, no artigo 21:

Art. 21. É permitido ás sociedades anonymas contrahir emprestimo por via de obrigações (**debentures**) ao portador.

§ 1º O titulo da obrigação, além das clausulas proprias dos instrumentos desta natureza, deverá conter:

1º A serie das obrigações;

2º O numero de ordem;

3º A somma total do emprestimo, a cuja serie pertencer.

§ 2º A somma do emprestimo, ou emprestimos, não poderá exceder o capital subscripto.

§ 3º Os portadores das obrigações poderão nomear um fiscal para collaborar com os de que tratam os arts. 54 e seguintes, com iguaes direitos.

§ 4º É licito aos mesmos portadores assistirem ás reuniões da assembléa geral e tomar parte nas discussões, sem voto deliberativo.

§ 5º Os emprestimos por obrigações não podem ser contrahidos senão por virtude de autorização expressa nos estatutos, ou de deliberação da assembléa geral. (grifou-se)

Alguns anos depois, mais precisamente após a proclamação da República, em 1889, o mercado de títulos no Brasil apresentou enorme movimento especulativo, momento em que as obrigações ao portador “irromperam no mercado, merecendo na ocasião grandes preocupações dos legisladores face aos abusos que ocorriam no que tange a existência de títulos emitidos sem o resguardo técnico que eles exigem” (RIOLI, 1982, p. 15, 24). Este período foi registrado na História como “encilhamento”.

Nesse contexto, foi sancionada a “Lei dos Empréstimos por Debêntures” – Decreto nº 177-A/1893 – para regulamentar, de forma cuidadosa, os empréstimos por obrigações, servindo de base legal para qualquer emissão de debêntures. Um exemplo deste cuidado tomado pelo legislador foi a rigidez adotada em relação à emissão de obrigações, chegando-se a limitar o volume total de emissão das debêntures ao capital da companhia.

A partir de então, o legislador brasileiro passou a utilizar os vocábulos “debêntures” e “obrigações ao portador” como sinônimos (BRASIL, 1893), tendo mantido tais expressões na Lei nº 4.728/1965, que trouxe um novo tratamento para as debêntures, pois:

- a) Permitiu-se as sociedades por ações emitirem debêntures com cláusula de correção monetária;
- b) Permitiu-se as sociedades por ações emitirem debêntures sob a forma ‘endossável’;
- c) Permitiu-se as sociedades por ações emitirem debêntures com direito a conversão em ações;
- d) Permitiu-se aos titulares de debêntures conversíveis em ações negociarem em separado, direitos de subscrição de capital das sociedades emissoras dos títulos;
- e) Introduziu-se novo limite para emissões de debêntures (patrimônio líquido da sociedade emissora em vez de o seu capital social);
- f) Normalizou-se o procedimento para emissão pública de debêntures; e
- g) Possibilitou a determinadas instituições financeiras a concederem coobrigação por aceite nas debêntures. (RIOLI, 1982, p. 15, 24).

Com a edição da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A. ou Lei Societária), o regime legal das debêntures foi modificado e reunido nos artigos 52 a 74, sendo consolidado o termo “debênture” para designar os títulos representativos de empréstimos de sociedades por ações.

Desse modo, as sociedades anônimas que atualmente emitem debêntures para captar recursos com o objetivo de viabilizar os seus projetos, o fazem por meio do regramento disposto na Lei Societária.

1.2 Natureza jurídica

A doutrina brasileira diverge sobre a natureza jurídica da debênture, se um título de crédito e/ou valor mobiliário, face suas características e o disposto nas Leis nºs 6.385/1976 e 6.404/1976. Assim, faz-se necessário analisar a natureza jurídica da debênture.

1.2.1 A debênture como título de crédito

A noção de crédito surgiu no Direito Romano, em função da necessidade de se promover uma circulação cada vez mais rápida e eficaz de recursos. Os primeiros atributos relacionados ao “crédito” foram criados e aprimorados com o intuito de facilitar as trocas,

viabilizando as operações comerciais que, por fim, permitiam o desenvolvimento econômico e social. À época, uma das grandes barreiras ao progresso econômico de determinada região era o fato de que as cidades podiam cunhar suas próprias moedas, o que dificultava sobremaneira as trocas, devido à dificuldade de se encontrar um parâmetro de comparação que agradasse ambas as partes.

No entanto, o Direito Romano não chegou a evoluir completamente no conceito de crédito, pois ainda não admitia sua circulação em algumas situações, visto que, na visão dos antigos romanos, a obrigação do devedor consistia em vínculo de natureza pessoal, e não patrimonial. Sendo assim, uma possível mudança na pessoa do devedor resultaria na extinção da obrigação.

A criação de um título de crédito em si só se desenvolve na Idade Média, passando por diversas fases, que podem ser divididas em quatro etapas. A primeira delas teve grande influência das cidades marítimas italianas que vivenciavam intensa troca de mercadorias. Foi justamente nessas feiras que surgiu a operação de câmbio, que consistia na troca, realizada por um cambista, entre as diversas espécies de moedas que as partes possuíam. A segunda fase, que teve lugar na França, inicia-se com o aparecimento da cláusula à ordem e o endosso, de forma a facilitar a circulação dos títulos. Já a terceira fase marca o surgimento da codificação de normas disciplinadoras do Direito Cambiário, separando-o do Direito Comum. Por fim, a quarta e atual fase⁸ corresponde, segundo Luiz Emygdio F. da Rosa Junior,

Ao período de uniformização da legislação cambiária, decorrente da aprovação, em 1930, das leis uniformes genebrinas sobre letras de câmbio e notas promissórias, e, em 1931, sobre cheques, que foram profundamente influenciadas pela Ordenação Geral Alemã de 1848. (ROSA JUNIOR, 2011, p. 46).

Passando-se à análise da legislação brasileira a respeito do Direito Cambiário, é possível observar que grande parte dos títulos de créditos é regulada por lei especial. As duplicatas estão previstas na Lei nº 5.474/1968, enquanto os cheques são disciplinados na Lei nº 7.357/1985 e as letras de câmbio e as notas promissórias são regidas pela Lei Uniforme de Genebra, a qual foi promulgada por meio do Decreto nº 57.663/1966. Assim, pode-se afirmar que ao Código Civil restava disciplinar os chamados títulos de crédito atípicos, que são aqueles não regulamentados em lei própria.

⁸ Na realidade, é possível que a quarta fase já tenha se consolidado, dando início à quinta fase, na qual já existe a uniformização da legislação cambiária e títulos de crédito virtuais passam a ser circulados em maior número e de formas diversificadas.

Até a edição do Código Civil, em 2002, não havia na legislação brasileira a definição do que seriam os títulos de crédito. Assim, os títulos de crédito eram criados por lei e/ou conceituados pela doutrina. Nesse sentido, Brasil (2006, p. 82-83) esclarece que:

Com o novo Código Civil definiu-se finalmente na legislação o conceito de títulos de crédito.

Sem embargo das críticas apresentadas pela doutrina acerca do princípio da cartularidade, que acabou entrando em conflito com a evolução das práticas mercantis e a pretendida desmaterialização dos títulos de crédito, a definição de Cesare Vivante teve seus méritos devidamente reconhecidos.

O art. 887 do novo Código Civil, partindo de uma modificação do vetusto conceito construído por Cesare Vivante, estabeleceu, em lei, a definição de título de crédito. O que antes era meramente doutrinário ganhou caráter normativo.

Até o advento do novo Código Civil, preponderou a definição acadêmica dos títulos de crédito. Como se verá, a liberdade e a diversidade semântica dos doutrinadores conferiram uma enorme gama de nomes aos diversos efeitos, dos institutos cambiais.

Com efeito, o Código Civil começa a análise da matéria em seu artigo 887, segundo o qual, reproduzindo o famoso conceito de Vivante (1924, p. 123), doutrinador italiano, o título de crédito é o documento necessário ao exercício de direito literal e autônomo nele contido somente produzindo efeito quando preenchidos os requisitos da lei.

Desse modo, existem dois critérios que permitem identificar um documento como título de crédito: o indicativo e o dedutivo. De acordo com o critério indicativo, um documento será classificado como título de crédito quando a lei, expressamente, assim estabelecer. Trata-se de um critério legal, visto que é a própria lei que determina a qualificação como título de crédito, como ocorre, por exemplo, na Lei nº 10.931/2004, que, ao dispor sobre as cédulas de crédito bancário, faz, no artigo 26, expressa referência ao fato desta ser um título de crédito.

O critério dedutivo, por sua vez, está intimamente relacionado às disposições do Código Civil. A característica de título de crédito será atribuída a determinado documento se este preencher os requisitos constantes no supracitado artigo 887, requisitos estes que até a edição do referido Código eram definidos pelos autores que estudavam o Direito Cambiário. Nesse sentido, a doutrina estabelece, de forma geral, quatro princípios, verdadeiros elementos essenciais, que configuram um título de crédito. São eles: literalidade, incorporação (ou cartularidade), formalismo e autonomia.

De acordo com o princípio da *literalidade*, o direito de crédito que pode ser exigido é aquele constante do título propriamente dito, nas bases ali dispostas. Conforme esclarece Luiz Emygdio F. da Rosa Junior,

A literalidade decorre do título de crédito corresponder a documento constitutivo de direito novo (relação cartular) e não probatório, ou declaratório, da relação causal.

[...]

O princípio da literalidade decorre também de ser o título de crédito um *documento de legitimação*, por ser necessário ao exercício do direito cambiário, sendo, portanto, um título de apresentação. Todavia, a literalidade não se confunde com a legitimação, porque a *literalidade* refere-se à obrigação, ao direito mencionado no documento e prende-se, justamente, ao conteúdo e aos limites desse direito; a *legitimação*, ao contrário, refere-se ao documento quanto ao exercício do direito nele mencionado. (ROSA JUNIOR, 2011, p. 61-63).

Portanto, só há possibilidade de se extrair do título os efeitos que ali estiverem escritos. Os direitos adquiridos pelo portador decorrem do que está previsto no documento, não podendo ser alegado o que não está expressamente determinado: só será relevante o que dele constar, havendo, portanto, limitações à sua interpretação. Esta estará restrita ao conteúdo, extensão e modalidade transcritos no documento, motivo pelo qual o devedor não poderá descumprir as prestações constantes do título, nem o credor poderá exigir mais do que o previsto.

Segundo o princípio da *incorporação*, ao título de crédito é incorporado o direito cambiário. Ou seja, o documento materializa o direito de crédito ali consubstanciado, daí a característica da cartularidade, por muitas vezes mencionada pelos doutrinadores como fundamental⁹. Trata-se, assim, da corporificação da obrigação cambiária em um título escrito, ou, em outras palavras, em um suporte documental. O direito estipulado não poderá ser exercido senão mediante a apresentação física do título; em sua ausência, o devedor não estará obrigado a fazer o pagamento a que se comprometeu.

O princípio do *formalismo* significa dizer que o título de crédito é um documento formal, ou seja, se não atende a todos os requisitos de forma, não será um título de crédito. O direito cambial somente existirá se todas as formalidades forem satisfeitas, caso contrário, será nulo, tendo somente eficácia em relação ao direito civil e não cambiário. Nesse sentido, Rosa Junior(2011, p. 54-55) esclarece que:

O título de crédito consiste em um *documento formal*, porque só pode ser considerado como tal se observar os requisitos essenciais estabelecidos pela legislação cambiária, que, no entanto, variam segundo a espécie de título de crédito. A evolução do título de crédito vem sendo acompanhada da exigência de um maior rigor formal na sua criação, para que se assegure uma maior proteção ao terceiro adquirente de boa-fé quanto ao direito que adquire, visando a facilitar a sua circulação.

⁹ Atualmente, este princípio e, por sua vez, a característica da cartularidade são discutidos em função das operações virtuais que são realizadas a partir do avanço tecnológico. Nesse sentido, ver: Rosa Junior (2011, p. 66) e Borba ([200-]).

Ademais, os princípios nucleares do título de crédito (v.g. literalidade e autonomia) só podem ser invocados se o documento atender ao formalismo exigido por lei. Este rigor formal, que tipifica os títulos de crédito, faz com que se considere como tal somente aqueles documentos assim caracterizados por lei. Todavia, a lei tempera esse rigor formal em determinadas situações, contentando-se apenas com a *aparência formal do título*, quando não exige a autenticidade de certos requisitos essenciais para que o documento valha como título de crédito.

Assim, o fato da nota promissória conter assinatura falsa de um dos obrigados, não impede que o título possa circular, e essa falsidade não desnatura o documento como título de crédito, em razão da autonomia e da independência de cada obrigação cambiária, salvo no caso de má-fé do seu portador (LUG, art. 7º, e LC, art. 13, § único).¹⁰

Por fim, um dos princípios mais importantes é o da *autonomia*. Por ser autônomo, o título de crédito não é apenas a prova de uma relação causal, mas constitui um direito novo, desvinculado da relação causal originária. Isto é, não importa o quanto o título circulou; ao recebê-lo de um terceiro, entre essas duas pessoas estabelece-se uma relação própria, independente das demais. Os negócios realizados entre os diferentes titulares do título (em cada momento) são autônomos. Por conseguinte e à luz do artigo 896 do Código Civil, não é possível opor, ao possuidor de boa fé, as exceções que o emitente teria contra os antigos possuidores.

Uma vez analisados os requisitos essenciais, têm-se que a debênture não pode ser classificada como título de crédito, eis que lhe falta uma perfeita adequação aos princípios ora considerados. Neste sentido, para Luiz Emygdio F. da Rosa Junior, a debênture é um título impróprio¹¹ – e não um título de crédito próprio¹², de participação¹³, ou de investimentos¹⁴, “isso porque a debênture possui características específicas por ser título emitido em massa, em bloco, e cada debênture representa uma fração do mútuo, que é normalmente a causa de sua emissão”. Em sua opinião, os valores mobiliários, nos quais se incluem as debêntures, conforme será a seguir abordado, nunca podem ser títulos de crédito¹⁵, pois embora também

¹⁰ No mesmo sentido, ver Miranda (2006, p. 11) e Ascarelli (1999, p. 48).

¹¹ Os títulos impróprios seriam os comprovantes e títulos de legitimação, que não visam à circulação de direitos, “Isso porque são meros documentos probatórios da sua causa e não encerram operações de crédito.” (ROSA JUNIOR, 2011, p. 76).

¹² Segundo Rosa Junior (2011, p. 75) os títulos de crédito próprios “são aqueles que consubstanciam *operação de crédito* e correspondem a documentos de legitimação por serem documentos constitutivos de direito novo, autônomo e originário, que resulta de uma declaração cartular autônoma, inteiramente distinta da relação causal que os gera e dela não são documentos probatórios”.

¹³ Os títulos de participação, segundo Rosa Junior (2011, p. 77), “conferem aos seus titulares, na qualidade de sócios, direitos de participação em relação ao quadro associativo. Esses direitos de participação são de natureza *pessoal*, como, v.g., direitos de fiscalização, de participar da administração social, etc. e de natureza *patrimonial*, como, por exemplo, direitos de participar da distribuição do lucro social, da partilha dos haveres sociais no caso de liquidação da sociedade etc.”

¹⁴ Os títulos de investimento “são documentos que correspondem a instrumentos de captação de recursos pelo emitente.” (ROSA JUNIOR, 2011, p. 80).

¹⁵ O que não é o caso das notas promissórias comerciais, uma vez que, são títulos de crédito e valores mobiliários, conforme disposto na Instrução CVM nº 134/1990.

possam decorrer de operações de empréstimos, distinguem-se dos títulos de crédito em virtude de:

- a) O título de crédito nasce para circular, para ser objeto de operação de desconto, enquanto os valores mobiliários não se prestam a ser objeto de tal operação;
- b) O título de crédito é, em regra, emitido singularmente, enquanto o valor mobiliário só admite emissão em massa, em séries, e por frações iguais, como ações, debêntures, etc.;
- c) O título de crédito pode ser emitido por qualquer pessoa, natural ou jurídica, comerciante ou não, enquanto o valor mobiliário só pode ser emitido por sociedade anônima;
- d) Na transferência do título de crédito a terceiro, o endossante, em regra, responde pela solvência do devedor principal, o que não ocorre na transferência de valor mobiliário. (ROSA JUNIOR, 2011, p. 78).

Em sentido contrário, Bulgarelli (1999, p. 101) considera os valores mobiliários como títulos de crédito e conclui que “pode-se aceitar como título de crédito (ao menos como hipótese de trabalho) as ações, as partes beneficiárias e as debêntures e os cupões desses títulos.” Borba (2005, p. 17-18), corrobora tal entendimento e defende que as debêntures, além de serem valores mobiliários por determinação legal, devem ser também entendidas como títulos de crédito:

A debênture, isoladamente, é um título de crédito. Melhor dizendo, cada debênture, como expressão unitária da massa constitutiva de uma emissão ou série, participa do gênero título de crédito, tanto que representa e integra a obrigação nela corporificada.

Essa incorporação, todavia, não terá que observar, necessariamente, o processo tradicional da cartularização, uma vez que, com a desmaterialização dos títulos de crédito (ver o nº 33), a cártula de papel foi substituída pela cártula eletrônica ou registrária.

Como promessa de pagamento, a debênture se associa a uma nota promissória, não obstante as suas características específicas sejam bastante numerosas. Por participar de uma emissão ou série, a intervinculação aos demais títulos do mesmo bloco, impõe conotações particulares, que se estendem desde a comunhão de interesses entre os debenturistas até a identidade de garantias e condições de uma mesma série. Algumas características dos títulos de crédito não se apresentam, contudo, em toda a sua inteireza.

O requisito de literalidade, que é conceitualmente inerente aos títulos de crédito, sofre, no que tange à debênture, significativo comprometimento.

[...] do certificado, quando emitido, ou dos registros, quando desmaterializada, constam apenas determinados elementos essenciais previstos em lei, que não esgotam o complexo de direitos e condições afetos ao título. A escritura de emissão e as assembleias de debenturistas consagram e modificam, nos termos da lei, o plexo atributivo dos direitos dos debenturistas. Trata-se, portanto, de uma literalidade difusa, mas cujo núcleo, por força dos requisitos enumerados no art. 64 da Lei nº 6.404/1976, deve incluir elementos mínimos interativos do teor do título, seja este de natureza cartular, eletrônica ou registrária.

Com efeito, mesmo que alguns dos princípios dos títulos de crédito possam ser aplicados à debênture, não é possível dizer que a natureza jurídica da debênture é de título de crédito, pois seria necessário que todos os princípios lhe fossem aplicáveis.

É possível que, equivocadamente, alguns cheguem a pensar na executividade como atributo que aproxima os conceitos de título de crédito e debênture¹⁶. No entanto, a executividade não é característica inerente aos títulos de crédito, visto que não está contida no artigo 887 do Código Civil. Não é pelo simples fato de a debênture constituir um título executivo extrajudicial, conforme dispõe o artigo 585, I, do Código de Processo Civil, que ela será caracterizada como um título de crédito. Uma característica não resulta necessariamente na outra e um exemplo disso é o conhecimento de transporte. Conhecimento de transporte é um documento que, ao ser emitido por determinada sociedade empresária de transporte, prova não apenas o recebimento da mercadoria, mas também a obrigação de entregá-la no lugar de destino, atuando como verdadeiro título de crédito representativo de mercadoria transportada. Segundo Martins 2002, p. 260):

[...] o conhecimento de transporte é emitido pelas empresas [sic] que recebem as mercadorias para transportá-las de um lugar para outro; é um documento, portanto, que atesta a conclusão de um contrato de transporte, já que, sendo esse consensual, o remetente fica com a obrigação de entregar as mercadorias para serem transportadas, entrega que marca o início da execução do contrato. Para comprovar essa entrega e, ao mesmo tempo, a obrigação de levar a mercadoria de um lugar para outro (já que a característica do contrato de transporte é justamente essa locomoção, sendo a entrega da mercadoria ao transportador feita para esse fim e não para outro, como, por exemplo, a simples guarda da mercadoria), a empresa [sic] de transporte emitirá o conhecimento que, acima de tudo, servirá de meio de prova do recebimento da mercadoria e da obrigação assumida pelo transportador.

Vê-se, portanto, a completa independência entre o atributo da executividade e os títulos de crédito. Determinado documento, como o conhecimento de transporte, poderá ser um perfeito título de crédito, não constituindo, necessariamente, um título executivo extrajudicial. No mesmo sentido, não é porque a debênture é um título executivo extrajudicial que será, conseqüentemente, um título de crédito. Tais características são independentes, autônomas.

Ratificando o entendimento de que a debênture não pode ser qualificada como título de crédito, pode-se confrontar o artigo 890 do Código Civil com o artigo 2º da Lei nº

¹⁶ Nesse sentido, ver: Eizirik (2010, p. 473-490).

8.021/1990¹⁷, que dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais e dá outras providências. O artigo 890 do Código Civil preleciona que:

Art. 890. Consideram-se não escritas no título a cláusula de juros, a proibitiva de endosso, a excludente de responsabilidade pelo pagamento ou por despesas, a que dispense a observância de termos e formalidade prescritas, e a que, além dos limites fixados em lei, exclua ou restrinja direitos e obrigações.

Desta forma, o sistema próprio dos títulos de crédito prevê claramente suas regras de validade e circulação. As cláusulas consideradas não escritas são aquelas que, de alguma maneira, limitam a forma dos títulos, pondo em risco a garantia de sua circulabilidade. Nesta questão, fica restrita a autonomia da vontade em relação aos títulos. Estes não poderão conter cláusulas que venham a proibir o endosso, estando esta forma de circulação garantida e amparada por expressa previsão legal.

Por outro lado, encontra-se no artigo 2º da Lei nº 8.021/1990 uma categórica vedação a emissão de títulos nominativos-endossáveis. Sendo assim, as debêntures sofrem uma limitação legal na sua circulação, o que não se coaduna com a disciplina aos títulos regulados pelo Código Civil. Ademais, tendo em vista que o artigo 63 da Lei das S.A., remete, ao que couber, à circulação de debêntures à das ações, têm-se que o artigo 31, §1º, do mesmo diploma legal é claro que as ações e, por conseguinte, as debêntures, circulam mediante cessão de crédito. Deste modo, não há como entender a debênture como um título de crédito se lhe falta atributo fundamental, que é a possibilidade de endosso.

Vale, ainda, ressaltar a diferença entre o instituto do endosso e o instituto da cessão civil de crédito. De acordo com Rosa Junior (2011, p. 219):

Endosso é o ato cambiário abstrato e formal, decorrente de declaração unilateral de vontade e correspondendo a uma declaração cambiária eventual e sucessiva, manifestada no título de crédito, ainda que dele não conste a cláusula “à ordem”, pela qual, o beneficiário ou o terceiro adquirente (endossante) transfere os direitos dele decorrentes a outra pessoa (endossatário), ficando, em regra, o endossante responsável pelo aceite e pelo pagamento.

O endosso é ato exclusivamente cambiário porque só pode ter por objeto título de crédito.

É um ato abstrato porque o endosso se desvincula de sua causa, motivo pelo qual as exceções extracartulares que poderiam ser invocadas pelo devedor em relação ao credor

¹⁷ "Art. 2º A partir da data de publicação desta lei fica vedada: I - a emissão de quotas ao portador ou nominativas-endossáveis, pelos fundos em condomínio; II - a emissão de títulos e a captação de depósitos ou aplicações ao portador ou nominativos-endossáveis; Parágrafo único. Os cheques emitidos em desacordo com o estabelecido no inciso III [revogado] deste artigo não serão compensáveis por meio do Serviço de Compensação de Cheques e Outros Papéis."

originário não poderão ser oponíveis ao endossatário de boa fé. A formalidade, por sua vez, decorre do fato do endosso somente poder ser dado no título, não admitindo que venha em documento dele separado.

O endosso tem natureza de declaração unilateral de vontade, sendo unilateral justamente porque a sua falta não desnatura o documento como título de crédito e sucessivo, porque vem manifestado no título após a declaração originária. Este instituto possui efeitos que dependem de sua finalidade, podendo ser classificado como próprio ou impróprio. O endosso próprio, que também pode ser chamado de traslativo ou regular, é aquele que tem por objetivo transferir os direitos decorrentes do título de crédito (Lei Uniforme de Genebra, artigo 14). Já o endosso impróprio, também denominado de não traslativo ou irregular, tem por objetivo apenas transferir o exercício dos direitos resultantes do título (Lei Uniforme de Genebra, artigos 18 e 19).

Com efeito, o instituto da cessão possui claras diferenças em relação ao endosso, o qual detém natureza exclusivamente cambiária; é meio de transferência de títulos de crédito. A cessão, por sua vez, é instituto de direito civil, podendo ter como objeto qualquer direito de crédito, não apenas aqueles de natureza cambiária. Igualmente, o endosso é ato formal que somente poderá ser dado no título, enquanto a cessão, devido à sua natureza consensual, não requer forma específica, dependendo apenas do acordo de vontades. Isso significa que a cessão pode ser dada em documento apartado, o que não desqualificará sua natureza.

Ademais, por ter natureza de declaração unilateral da vontade, o endosso independe de aceitação pelo endossatário, bastando, para tanto, que contenha a assinatura do endossante. De forma oposta, a cessão, configurando-se como declaração de vontade bilateral, pressupõe a manifestação tanto do cedente quanto do cessionário. O endosso é, ainda, ato abstrato, porque não se vincula à sua causa, operando verdadeira transferência de direito novo, autônomo e originário em relação ao direito do endossante. A cessão civil de crédito, por sua vez, é ato causal, estando obrigatoriamente vinculada a uma relação jurídica anterior. Desta forma, transfere o direito derivado do cedente com todos os vícios e defeitos acumulados nas transferências anteriores.

Por conseguinte, no título de crédito não podem ser opostas ao terceiro de boa fé as exceções pessoais que o devedor tenha com o credor originário. Já na cessão, o devedor pode opor ao cessionário as exceções causais. Este entendimento possui amparo legal no artigo 294 do Código Civil, segundo o qual “O devedor pode opor ao cessionário as exceções que lhe competirem, bem como as que, no momento em que veio a ter conhecimento da cessão, tinha contra o cedente”.

Além disto, tem-se que, no endosso, há uma garantia do pagamento do título de crédito. Neste sentido, a Lei Uniforme de Genebra é clara em seu artigo 15: “O endossante, salvo cláusula em contrário, é garante tanto da aceitação como do pagamento da letra”. Por outro lado, o cedente, na relação estabelecida pela cessão civil de crédito, não responde pela solvência do devedor, mas tão somente pela existência do crédito ao tempo da cessão. De todo o modo, nada impede que as partes, à luz do artigo 296 do Código Civil, estipulem o contrário, estabelecendo a responsabilização do cedente.

Outrossim, devido ao fato de o endosso trazer obrigações autônomas e independentes, a nulidade de um endosso não interfere na cadeia sucessória. No entanto, uma cessão em que haja vício pode causar prejuízo às partes, pois o cessionário adquire o mesmo direito do cedente, e não outro direito autônomo. A finalidade do endosso é a transferência de título de crédito, enquanto o objetivo da cessão é a transferência do direito de crédito em si. O endosso é ato incondicional, podendo a cessão, no entanto, estar subordinada a condição, termo ou encargo. Por fim, o instituto do endosso independe de anuência do devedor; a cessão, por sua vez, não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada.

1.2.2 A debênture como valor mobiliário

Segundo Eizirik e outros autores (2011), o conceito de valores mobiliários sempre foi um assunto tormentoso, tanto para doutrinadores, quanto para legisladores e aplicadores do Direito. Isso porque eles são bens de características muito específicas, como, por exemplo: (i) são aptos a circular em série, para poderem ser negociados em bolsa de valores ou no mercado de balcão e (ii) representam investimentos de risco, nos quais o valor do retorno do investidor está diretamente vinculado ao sucesso do empreendimento. Para Mattos Filho (1985, p. 30-55), essa conceituação é necessária não para apenas ter conhecimento sobre o que é valor mobiliário, “mas também para delimitar o campo de atuação dos órgãos do Poder Executivo Federal encarregados de normatizar e incentivar o seu uso”.

A expressão “valores mobiliários” é oriunda da França, onde “*valeurs mobilières*” designam os títulos emitidos pelas sociedades anônimas, representativos de participação nos lucros e na gestão da companhia ou de um crédito contra elas, passíveis de colocação em massa e negociáveis em Bolsa de Valores, sendo, assim, um conceito estrito.

No Brasil, até a edição da Medida Provisória nº 1.637/1998¹⁸, a visão dos valores mobiliários seguia a linha do Direito francês, sendo assim considerados aqueles títulos emitidos por sociedades anônimas, ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição no mercado, bem como em bolsa de valores e no mercado de balcão. Tendo em vista a diversidade de investimentos ofertados publicamente no mercado brasileiro, foi exigida do legislador uma ampliação deste conceito, que veio justamente com a referida Medida Provisória, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001 (EIZIRIK; PARENTE, 1998, p. 24-27).

Esta mudança de conceituação – estrita x ampla – fez com que o Brasil adotasse uma posição mais próxima àquela utilizada nos Estados Unidos, segundo a qual um título é considerado valor mobiliário se estiverem presentes alguns requisitos, como foi decidido no *leading case* sobre a matéria – SEC vs. W. J. Howey & Co, de 1946. Tal decisão deu origem à “Howey Definition”, a qual contempla algumas características dos títulos, instrumentos ou operações que, quando verificadas, importam na aplicação, por parte das Cortes norte-americanas, do regime jurídico das *securities*, quais sejam: (i) ser investimento em dinheiro; (ii) ser empreendimento comum; (iii) ter expectativa de lucro; e (iv) depender unicamente dos esforços dos outros (EIZIRIK; PARENTE, 1998, p. 56-57).

No Brasil, a Lei nº 6.385/1976, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua redação original, listava os títulos que eram considerados valores mobiliários¹⁹. Com a edição da Lei nº 10.303/2001, a qual alterou e acrescentou dispositivos nas Leis nºs 6.404/976 e 6.385/1976, somaram-se outros títulos a este elenco e foram enumerados alguns elementos que precisam estar presentes em um título para que ele possa ser considerado como tal, passando o artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 a ter a seguinte redação:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

¹⁸ A Medida Provisória nº 1.637/1998 dispunha sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências.

¹⁹ A redação original do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 era a seguinte: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
 - VI - as notas comerciais;
 - VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
 - VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
 - IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros 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.
- § 1º. Excluem-se do regime desta Lei:
- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
 - II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. [...]

Com efeito, qualquer título ou contrato de investimento coletivo que (i) seja ofertado publicamente, (ii) gere direito de participação, parceria ou remuneração, e (iii) o lucro venha de esforço do empreendedor ou de terceiros, é considerado como um valor mobiliário. Tal definição confere “uma acepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais” (EIZIRIK; PARENTE, 1998, p. 55-56).

Além de preencher tais pressupostos, a debênture é expressamente listada como valor mobiliário, conforme o disposto no artigo 2º, IV, da Lei nº 6.385/1976. Assim, mesmo que emitida de forma privada, a debênture constitui um valor mobiliário.

1.3 Regime jurídico

As debêntures possuem regime jurídico próprio, disposto nos artigos 52 a 74 da Lei nº 6.404/1976, o qual sofreu diversas modificações introduzidas pela Medida Provisória nº 517/2010 e, posteriormente, convertida na Lei nº 12.431/2011.

As principais alterações permitiram, fundamentalmente: (i) flexibilizar a recompra de debêntures pelo emissor, permitindo uma melhor administração da exposição deste ao mercado e de seu padrão de endividamento; (ii) estabelecer a competência do conselho de administração para deliberar sobre emissão de debêntures de qualquer espécie; (iii) realizar emissões de forma concomitante, facultando um aproveitamento mais eficiente, pelo emissor, de oportunidade para papéis com diferentes características; (iv) retirar o limite à emissão de debêntures quirográficas, igualando-as, neste aspecto, às debêntures subordinadas; (v)

contratar um mesmo agente fiduciário para diferentes emissões de uma mesma companhia, nos termos de regulamentação a ser expedida pela CVM²⁰.

O negócio jurídico da debênture comporta duas fases:

[...] (i) a emissão propriamente dita, na qual produz-se uma manifestação de vontade da companhia, formada de acordo com as normas legais e estatutárias, cujo momento essencial é o da deliberação da assembleia geral ou do conselho de administração, conforme o caso (artigo 59, §§ 1º e 2º); e (ii) a subscrição, na qual os tomadores dos títulos manifestam sua aceitação à oferta da companhia (EIZIRIK; 2011, p. 329).

A primeira fase, portanto, é a da manifestação de vontade pela companhia, que deve ser externalizada em consonância ao disposto no artigo 59, o qual prevê que “a deliberação sobre a emissão de debêntures é da competência privativa da assembleia geral [...]”, sendo certo que “na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário”. Assim, o órgão que deliberar sobre a criação e a emissão das debêntures deverá definir, observado o estatuto social:

Art. 59. [...]

I - o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso;

II - o número e o valor nominal das debêntures;

III - as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver;

IV - as condições da correção monetária, se houver;

V - a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão;

VI - a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate;

VII - a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver;

VIII - o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.

Após a criação e a emissão das debêntures e seu respectivo registro, nos termos do artigo 62²¹, tem-se apenas a efetivação da manifestação de vontade da companhia de ofertar

²⁰ Sobre o novo regime jurídico das debêntures, ver: Ferreira (2012).

²¹ Art. 62. Nenhuma emissão de debêntures será feita sem que tenham sido satisfeitos os seguintes requisitos: I - arquivamento, no registro do comércio, e publicação da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão; II - inscrição da escritura de emissão no registro do comércio; III - constituição das garantias reais, se for o caso. § 1º Os administradores da companhia respondem pelas perdas e danos causados à companhia ou a terceiros por infração deste artigo. § 2º O agente fiduciário e qualquer debenturista poderão promover os registros requeridos neste artigo e sanar as lacunas e irregularidades porventura existentes nos registros promovidos pelos administradores da companhia; neste caso, o oficial do registro notificará a administração da companhia para que lhe forneça as indicações e documentos necessários. § 3º Os aditamentos à escritura de emissão serão averbados nos mesmos registros. § 4º Os registros de imóveis manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão. § 4º Os registros do comércio manterão livro especial para inscrição das emissões de debêntures, no qual serão anotadas as condições essenciais de cada emissão.

os títulos, mediante os quais se obrigará perante os tomadores, de forma pública ou particular, de acordo com a escritura de emissão.

Os interessados na oferta da companhia deverão subscrever as debêntures, manifestando, assim, sua aceitação em relação aos termos da escritura de emissão. A partir deste momento, eles se tornam debenturistas daquela emissão, concluindo a segunda fase do negócio jurídico da debênture. As debêntures, conforme a previsão do *caput* do artigo 63, serão nominativas (documentais ou escriturais); isto é, o nome do titular estará inscrito no “Livro de Registro de Debêntures Nominativas”, na hipótese da debênture ter certificado ou, se ela for escritural, no registro da conta de depósito das debêntures, aberta em nome do titular da debênture nos livros da instituição financeira depositária. (EIZIRIK; 2011, p. 396).

É importante esclarecer que a companhia, nos termos do artigo 53, “poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries”, sendo obrigatório que as debêntures da mesma série tenham igual valor nominal e confirmam a seus titulares os mesmos direitos.

Ressalte-se que, desde a edição da Lei nº 8.021/1990, ficou vedada a emissão de debêntures endossáveis; assim, as debêntures somente podem ser transferidas por meio de cessão de crédito, não mais por endosso.

Toda debênture deve ter o seu valor nominal, que “representa a quantia em que foi dividido o empréstimo contraído pela companhia e o valor que a companhia pagará ao debenturista quando da liquidação da debênture, acrescido da correção monetária, se houver” (EIZIRIK; 2011, p. 332).²².

O valor nominal, por sua vez, de acordo com o *caput* do artigo 54, deve ser “expresso em moeda nacional, salvo nos casos de obrigação que, nos termos da legislação em vigor, possa ter o pagamento em moeda estrangeira”.

O Decreto-Lei nº 857/1969, no artigo 1º, determina que “são nulos de pleno direito os contratos, títulos e obrigações que exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro [Real]”. Contudo, nos casos de empréstimos e quaisquer outras obrigações cujo credor ou devedor seja pessoa residente ou domiciliada no exterior, o artigo 2º deste mesmo diploma legal, exclui a vedação imposta pelo artigo 1º.

²² O artigo 54, §2º, que prevê a possibilidade da debênture conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.

Assim, como elucida Nelson Eizirik, “uma emissão de debêntures que seja destinada à colocação no exterior poderá ter seu valor nominal expresso em moeda estrangeira” (EIZIRIK; 2011, p. 333). Neste caso, o *caput* do artigo 73 determina que as companhias brasileiras somente podem emitir debêntures no exterior, com garantia real ou flutuante de bens situados no País, se obtiverem prévia autorização do Banco Central do Brasil (BACEN). As debêntures emitidas no estrangeiro, nos termos do §4º do artigo 73, somente poderão ser negociadas no mercado de capitais do Brasil se houver autorização prévia da CVM.

Assegurado o valor nominal da debênture, que deverá ser pago ao debenturista quando da sua liquidação, a debênture poderá garantir ao seu titular juros – fixos ou variáveis –, participação no lucro da companhia e até prêmio de reembolso, de acordo com o disposto no artigo 56.

Esses rendimentos são optativos à companhia, que pode escolher oferecer tais vantagens, isolada ou cumulativamente, àqueles que subscreverem as debêntures. Ademais, poderá a companhia, quando da deliberação de emissão das debêntures, proporcionar outros benefícios que não estão previstos no artigo 56. A CVM, por meio do Parecer CVM/SJU nº 42/1982, já se posicionou neste sentido, ao afirmar que “[...] inexistindo na regulação pátria impedimento legal, cabe a assertiva de que é permitida a atribuição de vantagens aos titulares de debêntures, que a tornem mais atrativa e de mais fácil colocação no mercado.”

Escolhendo ou não tais atrativos, a companhia também pode emitir debêntures conversíveis em ações, especificando as condições na escritura de emissão, conforme determina o artigo 57.²³

A escritura de emissão das debêntures constitui, nas palavras de Francisco José Pinheiro Guimarães:

[...] instrumento pelo qual a companhia formaliza a declaração unilateral de vontade, deliberada em Assembleia Geral ou em reunião de Conselho de Administração, conforme o caso, de emitir debêntures, e que regula os direitos por elas conferidos aos debenturistas, suas garantias e demais cláusulas e condições. (GUIMARÃES, 2009, p. 618).

²³ Art. 57. A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita. § 1º Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos artigos 171 e 172. § 2º Enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: a) mudar o objeto da companhia; b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures.

Isso porque, conforme o *caput* do artigo 61, “a companhia fará constar da escritura de emissão os direitos conferidos pelas debêntures, suas garantias e demais cláusulas ou condições.” É nela, por exemplo, que estará previsto, caso assim tenha a companhia deliberado, a opção do debenturista de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização, resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do artigo 8º do mesmo diploma legal (artigo 54º, §2º).

De acordo com o artigo 55, também deverá estar disposto da escritura (e do certificado²⁴, se for emitido) a época do vencimento da debênture, que, nos termos do §4º, ocorrerá somente quando haja inadimplência da obrigação de pagar juros e dissolução da companhia, ou de outras condições previstas no título. A companhia pode tanto estipular amortizações parciais de cada série como reservar-se no direito de realizar resgate antecipado, total ou parcial, dos títulos da mesma série. Registre-se que a amortização de debêntures da mesma série deve ser feita mediante rateio (art. 55, §1º), enquanto o resgate parcial de debêntures da mesma série deve ser mediante sorteio (art. 55, §2º, I) ou, se as debêntures estiverem cotadas por preço inferior ao valor nominal, por compra no mercado organizado de valores mobiliários, observadas das regras expedidas pela CVM (art. 55, §2º, II).

O artigo 55, §3º, permite que a companhia adquira suas debêntures (i) por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração, bem como das demonstrações financeiras, ou (ii) por valor superior ao nominal, desde que observe as regras expedidas pela CVM.

A escritura de emissão também determinará qual é a espécie da debênture emitida. Conforme o disposto no artigo 58, a debênture poderá (i) ter garantia real, (ii) ter garantia flutuante, (iii) não gozar de preferência ou (iv) ser subordinada aos demais credores da companhia. A esse respeito, esclarece a doutrina que:

A aceitação das debêntures de uma companhia no mercado está relacionada à estabilidade da companhia, à sua rentabilidade, e às garantias por elas oferecidas.

²⁴ Art. 64. Os certificados das debêntures conterão: I - a denominação, sede, prazo de duração e objeto da companhia; II - a data da constituição da companhia e do arquivamento e publicação dos seus atos constitutivos; III - a data da publicação da ata da assembleia geral que deliberou sobre a emissão; IV - a data e ofício do registro de imóveis em que foi inscrita a emissão; V - a denominação “Debênture” e a indicação da sua espécie, pelas palavras “com garantia real”, “com garantia flutuante”, “sem preferência” ou “subordinada”; VI - a designação da emissão e da série; VII - o número de ordem; VIII - o valor nominal e a cláusula de correção monetária se houver as condições de vencimento, amortização, resgate, juros, participação no lucro ou prêmio de reembolso, e a época em que serão devidos; IX - as condições de conversibilidade em ações, se for o caso; X - o nome do debenturista; XI - o nome do agente fiduciário dos debenturistas, se houver; XII - a data da emissão do certificado e a assinatura de dois diretores da companhia; XIII - a autenticação do agente fiduciário, se for o caso.

De acordo com a garantia oferecida a seus titulares, as debêntures podem ser de 4 (quatro) espécies: (i) com garantia real, por meio da qual o crédito é garantido por direito real de garantia sobre determinado bem; (ii) com garantia flutuante, que assegura o privilégio geral sobre o ativo da companhia; (iii) sem preferência ou quirografária, quando o debenturista concorre na massa falida com os demais credores sem garantia; e (iv) subordinada ou subquirografária, cujo titular tem preferência somente sobre os acionistas da companhia emissora, no caso de falência, ou seja, o crédito é subordinado aos demais credores da companhia emissora. (EIZIRIK, 2011, p. 359).

Ainda sobre a escritura de emissão, nela deverá constar a nomeação e aceitação do agente fiduciário daquela emissão de debêntures. Os requisitos e as incompatibilidades para o exercício da função de agente fiduciário estão previstos no artigo 66, *in verbis*:

Art. 66. O agente fiduciário será nomeado e deverá aceitar a função na escritura de emissão das debêntures.

§ 1º Somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá estabelecer que nas emissões de debêntures negociadas no mercado o agente fiduciário, ou um dos agentes fiduciários, seja instituição financeira.

§ 3º Não pode ser agente fiduciário:

- a) pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a menos que autorizado, nos termos das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários;
- b) instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada;
- c) credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ele controlada;
- d) instituição financeira cujos administradores tenham interesse na companhia emissora;
- e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função.

§ 4º O agente fiduciário que, por circunstâncias posteriores à emissão, ficar impedido de continuar a exercer a função deverá comunicar imediatamente o fato aos debenturistas e pedir sua substituição

O agente fiduciário é aquela pessoa – natural ou jurídica – habilitada para representar os direitos comuns dos debenturistas junto à companhia emissora, com o intuito de oferecer maior segurança aos titulares das debêntures, bem como fornecer uma representação mais eficiente e profissional (CASTRO, 2010, p. 157), tendo como deveres legais:

Art. 68, §1º:

- a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;
- b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das

obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função; c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

Além de tais deveres, para que haja a substituição de bens dados em garantia, quando autorizada na escritura de emissão, deverá ser obtida a concordância do agente fiduciário (art. 70). Ademais, a escritura de emissão pode atribuir ao agente fiduciário “as funções de autenticar os certificados de debêntures, administrar o fundo de amortização, manter em custódia bens dados em garantia e efetuar pagamentos de juros, amortização e resgate”, nos termos do artigo 69.

Subscritas as debêntures, os titulares tornam-se parte de uma comunhão de interesses, de acordo com o disposto no artigo 71, que prevê que os debenturistas da mesma emissão ou série podem reunir-se em assembleia para decidirem sobre matéria de interesse de todos.

A assembleia de debenturistas constitui um órgão interno da comunhão dos debenturistas, momento em que os titulares de debêntures da mesma emissão ou série reúnem-se para deliberar a respeito de matérias de seu interesse (PINTO JUNIOR, 1982, p. 32-35). Segundo Castro (2011, p. 175), “esse interesse existe posto que a todos os titulares de debêntures da mesma emissão ou série são atribuídos os mesmos direitos e submetidas às mesmas cláusulas e condições constantes na escritura de emissão”.

Com efeito, a assembleia de debenturistas pode deliberar sobre qualquer matéria relativa ao interesse da comunhão dos debenturistas. Via de regra, as deliberações são tomadas por maioria absoluta, por força do artigo 129 que, complementando a regência do instituto da assembleia de debenturistas (artigo 71, §2º), dispõe que, para a assembleia de acionistas, as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos, não sendo computados os votos em branco, ressalvadas as exceções previstas em lei. Contudo, é preciso esclarecer se os debenturistas dissidentes de deliberação assemblear devem se submeter à vontade da maioria, visto que todas as debêntures da mesma série devem (i) ter o mesmo valor nominal e (ii) conferir os mesmos direitos aos seus titulares (artigo 53, parágrafo único).

O artigo 71, §5º, prevê que “a escritura de emissão estabelecerá a maioria necessária, que não será inferior à metade das debêntures em circulação, para aprovar modificação nas condições das debêntures”. Desse modo, tem-se que a escritura de emissão pode estabelecer quorum superior ao da maioria absoluta para que a assembleia de debenturistas altere as condições da escritura de emissão, estando os dissidentes e os ausentes vinculados à decisão da comunhão.

A respeito do assunto, Borba (2005, p. 135-148) atesta que, por força do artigo 71, *caput*, da Lei nº 6.404/1976, os debenturistas de uma mesma emissão de debêntures partilham dos mesmos interesses. O jurista vai além, afirmando, inclusive, que, no regime da legislação revogada, a comunhão de interesses entre debenturistas estava condicionada a uma especial convenção nesse sentido, sendo que a Lei nº 6.404/1976 tornou essa comunhão compulsória.

O *caput* do artigo 71 da Lei nº 6.404/1976 permite que os titulares de debêntures de uma mesma emissão ou série, a qualquer tempo, reúnam-se em assembleia a fim de deliberar sobre matéria de interesse da comunhão dos debenturistas. Portanto, de acordo com o autor, a comunhão de interesses decorre, como se vê, “do fato mesmo da emissão, intervenculando [sic] os vários tomadores dos títulos.” (BORBA, 2005, p. 135-148).

Assim, pode-se concluir que, devido à comunhão compulsória de interesses dos titulares de debêntures de uma mesma emissão ou série, a deliberação tomada em assembleia de debenturistas por maioria absoluta (salvo se maior *quorum* foi estabelecido na escritura), respeitadas determinadas limitações, vincula, necessariamente, os demais debenturistas daquela mesma emissão ou série, mesmo que estes não tenham comparecido à assembleia de debenturistas ou tenham votado contra a deliberação, ou, ainda, tenham se absterido de votar. Aplica-se, em síntese, o princípio majoritário de formação da vontade.

Entretanto, quais seriam as limitações que devem ser respeitadas pelas deliberações assembleares?

No texto da Lei nº 6.404/1976, não há qualquer menção às condições das debêntures que podem ser objeto de deliberação assemblear. Contudo, a doutrina e a jurisprudência vêm fazendo algumas restrições a tais condições. Nesse sentido, cabe transcrever o comentário de Eizirik e outros autores (2011, p. 440):

Embora a Lei das S.A. não estabeleça distinções entre as modificações das debêntures, a doutrina questiona se a assembleia de debenturistas teria competência para alterar toda e qualquer condição da emissão ou se haveria alguma limitação material ao poder deliberativo da assembleia de debenturistas. De fato, há o entendimento de que existem modificações nas condições de emissão que só podem ser aprovadas por decisão unânime dos debenturistas.

Com efeito, tais limitações referem-se às alterações substanciais das condições das debêntures. Ou seja, a comunhão de debenturistas não poderia deliberar sobre as condições essenciais daquelas debêntures que deram origem à comunhão. Em um julgado, o Ministro Ruy Rosado se manifestou a respeito sobre este assunto:

O valor das debêntures não é condição que possa ser alterada por decisão da assembleia geral, nos termos do disposto no artigo 71, § 5º, da Lei 6406/76, pois diz com a própria essência dos títulos [...]. (BRASIL, 2001, p. 219).

Assim, somente no caso da aprovação de 100% (cem por cento) dos votos dos titulares das debêntures em circulação poder-se-ia modificar tais condições, tidas como “substanciais” ou “essenciais”, pois “estão vinculadas de forma mais acentuada ao interesse individual de cada credor” (EIZIRIK, 2011, p. 441).

As condições substanciais ou essenciais seriam aquelas que se relacionam diretamente ao direito de crédito que o debenturista possui perante a companhia emissora, representada pelo seu conteúdo patrimonial básico. Por sua vez, as condições acessórias seriam aquelas complementares ao direito de crédito. Nesse sentido, Borba (2005, p. 147-148) elucida que:

O direito de crédito corresponde, substancialmente, à pretensão ao reembolso. Consequentemente, qualquer decisão que afete esse direito, seja para cancelar o crédito, seja para reduzi-lo, afrontará a substância do próprio direito, golpeando a esfera subjetiva individual do debenturista.

Qualquer modificação da natureza desse direito também alcançaria a sua substância, o que ocorreria, por exemplo, na hipótese em que fosse deliberada a permuta compulsória das debêntures por ações. A substância do direito, que é a de um direito de crédito, estaria sendo substituída por outra modalidade de direito – pelo direito de participação na sociedade. Haveria um efetivo comprometimento da substância do direito.

Seriam modificáveis, por serem acessórias, as condições alusivas às garantias, que poderiam ser substituídas por outras ou até liberadas em determinadas circunstâncias. A prorrogação de prazos de amortização ou a dilação do pagamento de juros também poderiam ser autorizadas, tanto que essas deliberações não comprometeriam a substância do direito, mas apenas as formas e o modo de seu exercício. A redução dos juros, ou a sua substituição por uma outra modalidade de rendimento, não seriam, no entanto, admissíveis, uma vez que atingiriam a substância do direito.

Para defender que a assembleia de debenturistas não tem poderes absolutos no tocante aos direitos dos debenturistas, Arnoldo Wald sustenta que, do mesmo modo que existem direitos essenciais dos acionistas, que não podem ser suprimidos nem pelo estatuto nem pela assembleia geral de acionistas (artigo 109 da Lei das S.A.), existem direitos essenciais dos debenturistas, que não podem ser alterados, por maioria, em assembleia de debenturistas. (WALD, 1994, p. 6-12).

A Comissão de Valores Mobiliários também entende que existem deliberações que precisam de decisão unânime dos debenturistas, não prevalecendo, em todas as hipóteses, o princípio majoritário, previsto no artigo 71, §5º, da Lei das S.A.

A Instrução CVM nº 28/1983²⁵, que dispõe acerca do exercício da função de Agente Fiduciário dos Debenturistas, por exemplo, prevê, no parágrafo único do artigo 13, que:

Art. 13. Parágrafo Único. O agente fiduciário somente se eximirá da responsabilidade pela não adoção das medidas contempladas nos incisos I a IV se, convocada a assembleia de debenturistas, esta assim o autorizar por deliberação da unanimidade das debêntures em circulação. Na hipótese do inciso V, será suficiente a deliberação da maioria das debêntures em circulação.

As matérias constantes nos incisos I a IV do artigo 13 da Instrução CVM nº 28/1983 dizem respeito à realização do crédito do debenturista²⁶. Com efeito, o agente fiduciário não poderá ser responsabilizado se deixar de adotar as medidas de realização do crédito dos debenturistas, no caso de inadimplemento da companhia emissora, se a unanimidade dos debenturistas assim o autorizar. Na Nota Explicativa CVM nº 27/1983, a CVM esclarece que:

Explica-se a exigência do consentimento unânime dos titulares das debêntures em circulação, arredando-se o princípio majoritário adotado pela Lei nº 6.404/76 para as decisões assembleares, **em face da própria natureza do objeto da deliberação a ser tomada. Na verdade, o crédito de cada debenturista tem caráter pessoal e autônomo; por conseguinte, a decisão de não executá-lo, quando devido, somente poderá ser tomada pelo próprio credor.** Assim, a fim de que cada debenturista possa decidir acerca da conveniência da tomada de medidas que digam respeito diretamente à realização de seus créditos pessoais, é que a Instrução impôs que tais decisões somente podem ser tomadas pela unanimidade dos titulares das debêntures em circulação. (grifou-se)

Em outra oportunidade, a CVM entendeu que não havia possibilidade do prazo de vencimento das debêntures ser alterado por decisão majoritária da assembleia de debenturistas, precisando, assim, de consentimento unânime dos debenturistas. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1984, p. 31-35).

Desse modo, resta claro que a assembleia de debenturistas pode deliberar sobre qualquer matéria relativa ao interesse da comunhão dos debenturistas. Contudo, o princípio majoritário somente será observado quando as modificações das condições das debêntures

²⁵ Com alterações introduzidas pelas Instruções CVM nºs 123/1990, 490/2011 e 519/2012.

²⁶ Art. 13. No caso de inadimplemento da companhia, o agente fiduciário deverá usar de toda e qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses debenturistas, devendo para tanto: I - declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar seu principal e acessórios; II - executar garantias reais, aplicando o produto no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas; III - requerer a falência da companhia emissora se não existirem garantias reais; IV - tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem seus créditos; e V - representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora. [...].

referirem-se às suas características acessórias, sendo necessário, para alterações nas condições substanciais, o voto favorável da totalidade dos titulares das debêntures em circulação²⁷.

²⁷ Contudo, no caso de uma companhia em recuperação judicial, em virtude do disposto no artigo 45, §1º, da Lei nº 11.101/2005, pode ocorrer da assembleia geral de credores aprovar, sem ter a unanimidade dos votos, alterações nas condições essenciais das debêntures, como, por exemplo, o perdão de um percentual da dívida.

2 OS INVESTIMENTOS NECESSÁRIOS PARA EXPLORAÇÃO DE RECURSOS NO PRÉ-SAL

Conforme já referido, em julho de 2006, a Petrobras anunciou a descoberta de reservatórios de petróleo e gás natural na camada do Pré-Sal no campo de Tupi, na Bacia de Santos. Em 22/12/2010, foi promulgada a Lei nº 12.351, que dispõe sobre a exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos no Pré-Sal, mudando assim o marco regulatório vigente. Em julho de 2013, foram divulgadas pela ANP as minutas do edital da 1ª Licitação do Pré-Sal e do contrato de partilha, dando início, portanto, aos procedimentos de exploração e produção de petróleo nas áreas estratégicas. Neste capítulo, serão examinadas as mudanças no marco regulatório, bem como os investimentos que serão necessários para a referida produção e exploração, tratando, também, sobre os aspectos mais relevantes do Direito dos Investimentos.

2.1. A descoberta do Pré-Sal e a mudança no marco regulatório vigente

Desde 2004, já havia estudos sobre as áreas do Pré-Sal, onde, dizia-se, estaria “o futuro da indústria petrolífera do Brasil”(RIBEIRO, 2009, p. 11-123).. Em entrevista para a Revista Brasil Energia, publicada na edição em agosto de 2005, os geólogos Márcio Rocha Mello e Giuseppe Bacocoli manifestaram seu entusiasmo sobre as possibilidades de descobertas no horizonte Pré-Sal da Bacia de Campos. (SIQUEIRA, 2005).

Em julho de 2005, os primeiros sinais de petróleo foram descobertos na camada de Pré-Sal da Bacia de Santos, no bloco BM-S-10 (Parati), próximo ao litoral do Estado do Rio de Janeiro. Já no ano seguinte, a Petrobras anunciou a descoberta de um novo depósito de petróleo leve, no bloco BM-S-11 (Tupi), também na Bacia de Santos.

Além de ser em grande quantidade, o petróleo encontrado na camada Pré-Sal também se destaca pela qualidade. A maior parte do petróleo é do tipo leve, de maior valor e mais fácil de ser processado. O óleo leve tem melhor “custo x benefício” já que produz maior volume de derivados, como, por exemplo, a gasolina e o diesel.

Por sua vez, o petróleo mais denso ou pesado serve para produzir produtos mais baratos, como óleos combustíveis e asfaltos. Esse tipo de óleo era o mais facilmente encontrado no Brasil até a descoberta do Pré-Sal.

A província petrolífera do Pré-Sal da Plataforma Continental Brasileira estende-se por aproximadamente 800 quilômetros de comprimento, do estado do Espírito Santo até o estado de Santa Catarina, podendo chegar a até 200 quilômetros de largura, ocupando uma área total de quase 149.000 km². Em 2009, 28% da província petrolífera já havia sido concedida para a exploração e a produção, isto é, 41.772 km², sendo que, da área concedida, a Petrobras participava em 36.000 km² (24% da área total da província petrolífera). Portanto, restavam 107.228 km² sem concessão. (BRASIL, 2009c).

Com os novos poços de petróleo nas camadas de Pré-Sal, o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) emitiu a Resolução nº 6, de 08.11.2007, que determinou a exclusão de 41 (quarenta e um) blocos situados nas Bacias do Espírito Santo, de Campos e de Santos da 9ª Rodada de Licitações da Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis - ANP, argumentando que tais blocos estavam situados dentro da nova província e apresentavam grande potencial para novas descobertas. Tal decisão levou o Governo a avaliar a necessidade de mudanças no marco legal então existente, com o objetivo de aumentar o controle e a participação da União nos futuros empreendimentos e, ao mesmo tempo, respeitar os contratos de concessão vigentes²⁸.

Acadêmicos e profissionais passaram a discutir a regulação do Pré-Sal, com o intuito de que o aproveitamento desses recursos seja revertido para o efetivo desenvolvimento social do Brasil, bem como seja conferida aos agentes econômicos a segurança necessária para que eles possam efetuar os seus investimentos. (BALERONI, 2009, p. 149-207).

Assim, para estudar e propor as alterações necessárias na legislação de petróleo e gás, foi constituída, pelo então Presidente da República Federativa do Brasil, Sr. Luiz Inácio Lula da Silva, uma Comissão Interministerial “com a finalidade de estudar e propor as alterações necessárias na legislação, no que se refere à exploração e à produção de petróleo e gás natural nas novas províncias petrolíferas descobertas em área denominada Pré-Sal”, nos termos do Decreto de 17 de julho de 2008, publicado em 18 de julho de 2008. Esta Comissão foi integrada pelos Ministros de Minas e Energia (coordenador); do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior; da Fazenda; do Planejamento, Orçamento e Gestão; pelo Chefe da Casa

²⁸ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 00038 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.938/2009.

Civil da Presidência da República; e pelos Presidentes do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES; da ANP; e da Petrobras.

Os trabalhos da referida comissão buscaram um modelo regulatório que permitisse ao Governo: (i) promover a gestão estratégica das atividades de exploração, produção e comercialização de petróleo e gás natural; (ii) aumentar a apropriação da renda petrolífera pela sociedade, propiciando o atendimento de políticas públicas estratégicas e urgentes; e (iii) aproveitar a privilegiada situação do País, em termos políticos e econômicos, para consolidá-lo como fornecedor confiável. (BRASIL, 2009c).

O marco regulatório existente à época da descoberta era o da concessão e das autorizações, conforme a antiga redação do artigo 5º da Lei do Petróleo, no qual o concessionário exercia, por sua conta e risco, as atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural, adquirindo, após a extração, a propriedade de todos os hidrocarbonetos produzidos. Para tanto, o concessionário deveria pagar ao poder concedente os *royalties* e as participações especiais em troca da concessão recebida e a extração do material obtido.

Contudo, entendia-se que este modelo não era

[...] suficiente para permitir, em vários sentidos, o adequado aproveitamento das reservas descobertas na nova província petrolífera do Pré-Sal. [...] O referido marco legal foi concebido de modo a contemplar as condições vigentes àquela época, quando o País tinha produção relativamente pequena, o barril era cotado em torno de dezenove dólares e o risco exploratório era considerado elevado²⁹.

Assim, a discussão travada à época, entre o final de 2008 e 2010, era no sentido de que, pela regulação prevista na Lei do Petróleo, não havia outras possibilidades de contratação das atividades de pesquisa e lavra de hidrocarbonetos além do modelo de concessão. Com efeito, como o risco de exploração da província petrolífera do Pré-Sal é muito menor do que as áreas concedidas – e a rentabilidade deve ser muito maior –, o marco regulatório deveria ser alterado para preservar o interesse nacional, aumentando a participação nos resultados e propiciando maior controle da riqueza potencial pela União em benefício da sociedade³⁰.

²⁹ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 00038 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.938/2009.

³⁰ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 00038 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.938/2009.

Desse modo, a proposta foi utilizar o regime de contrato de partilha de produção para a área do Pré-Sal nos blocos ainda não concedidos, a exemplo dos países detentores de grandes reservas³¹. (BRASIL, 2009c).

A partilha de produção é um tipo de contrato pelo qual a União acorda com sociedades empresárias petrolíferas os termos da divisão do produto auferido pelas atividades de exploração e produção nas áreas contratadas, sendo que tal regime seria estendido para outras áreas que venham a apresentar as mesmas características estratégicas encontradas na região do Pré-Sal (alto potencial e baixo risco). Para as demais áreas que não preenchessem tais características e para os contratos em vigor, será mantido o atual regime de concessão, no qual o óleo é todo dos concessionários, cabendo à União apenas o recebimento das participações governamentais. De acordo com a exposição de motivos da Comissão Interministerial à proposta de Projeto de Lei

16. [...] propõe-se que seja introduzida no ordenamento pátrio a possibilidade de exploração e produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos mediante a realização de contratos de partilha de produção. Trata-se de modalidade de contratação praticada em cerca de quarenta países, nos quais o Estado mantém a propriedade do petróleo e do gás produzidos, assegurando-se ao contratado, para a realização das atividades, parcela dessa produção, deduzidos os custos das atividades realizadas.

17. O novo desenho contratual faz-se necessário em um contexto de baixo risco geológico, no qual são gerados excedentes de rendas significativos que devem ser maximizados pelo Estado e revertidos para a sociedade sob a forma de ações de combate à pobreza e de desenvolvimento da educação, da cultura, da ciência e tecnologia e da sustentabilidade ambiental.

18. A inexistência, no plano legal, de regramento para o uso de outras modalidades de contratação além da concessão já prevista na Lei do Petróleo limita, portanto, as opções à disposição da União para melhor atendimento ao interesse público e o direcionamento dessas riquezas para os objetivos do desenvolvimento nacional. Assim sendo, a introdução do regime de contratação via partilha de produção traz como vantagem principal maior controle do processo de gestão, desde a exploração até a comercialização, das reservas de petróleo e gás.

19. No regime ora proposto, o contratado exerce, por sua conta e risco, as atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento e produção, sendo que, em caso de descoberta comercial, será ressarcido em seus custos, fazendo jus, ainda, ao recebimento de parcela excedente em óleo, conforme estabelecido no contrato. Desta sorte, será elemento fundamental para a preservação do interesse público que a União obtenha a maior participação possível na produção resultante do contrato de partilha, sendo este o critério essencial para a definição da proposta mais vantajosa quanto tal contratação for resultante de licitação pública, sempre sob a forma de leilão.³²

³¹ Por exemplo, a Arábia Saudita, Irã, Iraque, Kuwait, Venezuela, Emirados Árabes, Líbia, Nigéria, Catar, China, Angola, México, Azerbaijão, Índia, Omã e Egito são países que adotam contratos de Partilha ou de Serviço. Por sua vez, Rússia e Cazaquistão adotam a concessão e a partilha.

³² Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. n° 00038 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei n° 5.938/2009.

Assim, após os estudos da Comissão Interministerial e o respectivo envio de proposta de Projeto de Lei, o então Presidente Luiz Inácio Lula da Silva, em 1º.09.2009, enviou ao Congresso Nacional quatro Projetos de Lei, a saber:

- (i) nº 5.938/2009, a respeito da Exploração e Produção de petróleo e gás natural sob o regime de partilha de produção, em áreas do Pré-Sal e em áreas estratégicas³³;
- (ii) nº 5.939/2009, sobre a criação de empresa pública, a PETRO-SAL;
- (iii) nº 5.940/2009, a propósito da criação do Fundo Social, apensado ao PL nº 5.417/2009, do Fundo Soberano Social do Brasil – FSSB; e
- (iv) nº 5.941/2009, para a capitalização da Petrobras por meio da cessão onerosa.

Nesses projetos de lei, além da previsão da alteração da Lei do Petróleo para inclusão de possibilidade de contratação na modalidade de partilha de produção, propôs-se que a Petrobras passasse a ser a operadora em todos os contratos de partilha, com o mínimo de 30% de participação no consórcio contratado³⁴. (BRASIL, 2009c). Como operadora, a Petrobras será a responsável pela condução das atividades de exploração e produção, providenciando os recursos críticos de tecnologia (utilização e desenvolvimento), pessoal e recursos materiais. Também como operadora, a Petrobras terá acesso às informações estratégicas, bem como o controle sobre a produção e os custos, desenvolvendo, ainda, a tecnologia necessária.

Nos casos em que as jazidas da província do Pré-Sal e das áreas estratégicas se estenderem por áreas não concedidas ou não partilhadas, a União, representada por uma nova empresa pública a ser criada e, com base nas avaliações realizadas pela ANP, “celebrará com os interessados o acordo de individualização da produção, cujos termos e condições obrigarão o futuro concessionário ou contratado sob o regime de partilha de produção”³⁵.

Esta empresa pública é Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. – PETRO-SAL, sociedade não operadora, com quadro reduzido e altamente qualificado, constituída para representar os interesses da União nos contratos de partilha e de comercialização de petróleo e gás natural. Por sua vez, a PETRO-SAL passará a representar a União nos consórcios e comitês operacionais que deverão ser criados para gerir os diferentes

³³ Este projeto foi apensado ao PL nº 2.502/2007, o qual determina que a ANP defina os blocos a serem objeto de contratos de partilha. Ademais, existem cinco outros projetos (4.290/2008; 4.565/2008; 5.333/2008; 5.334/2009 e 5.430/2009) apensados a este, além do PL nº 5.621/2009, apensado ao PL nº 4.565/2009.

³⁴ As regras da ANP, no modelo de concessão, já definem que o operador deve ter pelo menos 30% de participação no bloco. Frise-se, inclusive, que a participação do operador nas águas profundas do Golfo do México (EUA) em 97% dos casos está acima de 30%.

³⁵ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 00038 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.938/2009.

contratos de partilha. O seu objetivo é diminuir a assimetria de informações entre a União e as sociedades empresárias de Petróleo, por meio da atuação e acompanhamento direto de todas as atividades na área de exploração e produção, em especial o custo de produção do óleo³⁶.

Ademais, foi prevista a criação de um Fundo Social para receber o resultado financeiro relativo ao exercício da atividade de exploração e produção, com a finalidade de aprimorar a política de desenvolvimento social do País. Este Fundo, chamado de Fundo Soberano Social do Brasil – FSSB, realizará investimentos no Brasil e no exterior com o intuito de diversificar o risco e evitar os problemas da “doença holandesa”³⁷, sendo que as atividades prioritárias serão o combate a pobreza, educação, desenvolvimento ambiental, cultura e ciência e tecnologia. De acordo com a Comissão Interministerial,

[...] 2. O FS [Fundo Social] constitui-se num instrumento essencial para maximizar os benefícios para o País das receitas oriundas das atividades petrolíferas na área do pré-sal e em áreas estratégicas, em função da natureza distinta destas em relação às demais receitas governamentais. As principais diferenças dizem respeito: i) à finitude de sua fonte de incidência, que se refere à exploração de um recurso não-renovável; ii) à sua volatilidade, uma vez que as receitas petrolíferas dependem decisivamente dos preços de mercado do petróleo, seus derivados, e do gás natural; e iii) ao fato de implicar o ingresso ao País de grandes volumes de moeda estrangeira.

3. Como forma de minimizar os impactos da primeira diferença, os governos devem atuar de modo a evitar que somente a geração atual usufrua dos benefícios da exploração de recursos finitos. Para tanto, é necessário que a riqueza do petróleo seja transformada em ativo cujo usufruto possa ser estendido no tempo, mesmo depois que o petróleo tenha se esgotado.

4. Já com respeito à segunda diferença, os governos devem evitar que a volatilidade dos preços do petróleo se reflita nas condições de financiamento das despesas públicas, prejudicando a alocação eficiente dos recursos públicos. Por outro lado, deve-se evitar que o afluxo de uma quantidade de recursos elevada e concentrada no tempo, ao reduzir ou temporariamente eliminar as restrições ao financiamento dos gastos correntes, desestime a busca do fortalecimento institucional e da qualidade do gasto público.

5. Finalmente, deve-se evitar que a entrada no País de grande volume de recursos em moeda estrangeira conduza a uma tendência permanente à apreciação cambial, reduzindo a competitividade dos produtos nacionais e provocando a atrofia de outros setores da economia.

6. Em função dessas diferenças fundamentais, as melhores práticas internacionais sugerem separar as receitas advindas do setor petrolífero das demais receitas orçamentárias em um fundo específico destinado à expansão do capital físico e humano, habilitado a aplicar seus recursos tanto no País quanto no exterior.³⁸

³⁶ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 00040 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.939/2009.

³⁷ Em economia, a expressão “doença holandesa” é utilizada nas situações em que determinados países possuem, em abundância, recursos naturais, os quais geram vantagens comparativas, levando estes países a se especializar na produção desses bens, ao invés de se industrializar ou mesmo a se desindustrializar - o que, a longo prazo, inibe o processo de desenvolvimento econômico.

³⁸ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 119 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.940/2009.

Outra importante proposta apresentada pela Comissão Interministerial foi a de autorizar a União a ceder, onerosamente, à Petrobras o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o artigo 177, I, da CF/88, em áreas não concedidas do Pré-Sal. Esta proposta foi justificada pelo interesse da União, acionista controladora da Petrobras, em fortalecer sua controlada, dotando-a de recursos decorrentes de áreas que se caracterizam pelo baixo risco exploratório e representam considerável potencial de rentabilidade. Ainda de acordo com esta proposta,

[...] 3. As áreas e os volumes de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, limitados a cinco bilhões de barris equivalentes de petróleo, relacionados à cessão onerosa do exercício da atividade de pesquisa e lavra, deverão ser definidos no respectivo instrumento de contrato, a ser firmado em até doze meses, contados da data de publicação da lei autorizativa.

4. Adicionalmente, há que se destacar que, ao viabilizar a mencionada cessão onerosa, a União cria as condições para a exploração do Pré-Sal, otimizando a participação da sociedade brasileira nas receitas decorrentes das riquezas representadas por esta importante e singular descoberta.

5. É indiscutível que a imediata exploração dessas áreas pela PETROBRAS é vantajosa para a União, posto que permite à sociedade, em última instância, antecipar o usufruto dos benefícios representados pelo Pré-Sal. Além do mais, dado que a União não possui, ela própria, a estrutura necessária para as atividades exploratórias desse potencial petrolífero, ao ceder o exercício dessas atividades à PETROBRAS, em contrapartida a uma compensação adequada, a União também contribui para o crescimento e fortalecimento de uma empresa nacional, da qual é acionista controladora.

6. O contrato de cessão do exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos será quantificado, a partir de laudos técnicos preliminares que refletirão determinado volume de petróleo e de gás natural, bem como determinado preço do petróleo. O caráter preliminar desses laudos requer a inserção de cláusula determinando que, tão logo existam dados finais acerca da referida avaliação, seja realizada revisão das condições inicialmente pactuadas, como forma de garantir que a União receberá efetivamente o valor econômico representativo da cessão onerosa.

7. Para honrar a contrapartida da cessão efetuada pela União é conferida à PETROBRAS, além de outras formas de pagamento, a possibilidade de efetuar o respectivo adimplemento com títulos públicos da Dívida Mobiliária Federal, precificados a valor de mercado e cujas condições serão fixadas em ato do Ministro de Estado da Fazenda.

8. A PETROBRAS assumirá todos os riscos relativos às atividades exploratórias, que não poderão ser por ela cedidas ou alienadas. Além disso, a ela caberá a propriedade do resultado da lavra, sobre os quais incidirão royalties a serem distribuídos entre os entes federativos.

9. A Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP obterá o laudo técnico, a ser emitido por entidade certificadora independente, que subsidiará a União nas negociações a serem realizadas com a PETROBRAS para a determinação dos volumes disponíveis de hidrocarbonetos e de seus valores econômicos correspondentes. A ANP, ainda, regulará e fiscalizará as atividades realizadas pela PETROBRAS com base nessa lei.

10. Por fim, trata o presente Projeto de Lei de autorizar a União a subscrever e integralizar o capital social da PETROBRAS com títulos da dívida pública

mobiliária federal, bem como a emitir os respectivos títulos, precificados a valor de mercado e sob a forma de colocação direta.³⁹

Esta proposta, transformada no PL nº 5.941/2009, foi convertida na Lei nº 12.276/2010.

Desse modo, a União ficou autorizada a ceder onerosamente à Petrobras, sem a necessidade de licitação, “o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição, em áreas não concedidas localizadas no pré-sal”. (BRASIL, 2010). Para formalizar a referida cessão, foi celebrado, em 03.09.2010, o contrato de cessão onerosa entre Petrobras e União.

Por fim, tem-se que (i) o PL nº 5.938/2009 foi arquivado na Mesa Diretora da Câmara dos Deputados; (ii) o PL nº 5.940/2009 foi transformado na Lei nº 12.351/2010, que alterou a Lei do Petróleo; (iii) o PL nº 5.939/2009 foi transformado na Lei nº 12.304/2010; e (iv) o PL nº 5.941/2009 foi transformado na Lei nº 12.276/2010.

2.2 Os investimentos necessários para o Pré-Sal e o Direito dos Investimentos

Tendo em vista que a atuação em áreas do Pré-Sal demanda muitos investimentos para o desenvolvimento da tecnologia necessária à produção e exploração de petróleo e outros hidrocarbonetos fluidos dos campos descobertos, todos os participantes precisarão investir muito para ter o retorno desejado.

Atualmente, a Petrobras já produz petróleo oriundo das áreas do Pré-Sal e, desde que começou a atuar, em 2008, foram produzidos mais de 100.000.000 de barris de petróleo. Atualmente, são mais de 300.000 barris produzidos diariamente, somente nas bacias de Santos e de Campos. Para o ano de 2017, é estimada a marca de 1.000.000 de barris por dia e investimentos que chegarão a US\$52.200.000.000,00, de acordo com Plano de Negócios e Gestão 2013-2017 (PNG 2013 a 2017). (PETROBRAS, [2013]).

Segundo a Petrobras,

Para conseguirmos descobrir essas reservas e operar com eficiência em águas ultraprofundas, desenvolvemos tecnologia própria e atuamos em parceria com universidades e centros de pesquisa. Contratamos sondas de perfuração, plataformas

³⁹ Texto do BRASIL. PODER EXECUTIVO. E. M. I. nº 039 – MME MF/MDIC/MP/CCIVIL, de 31 de agosto de 2009, do Projeto de Lei nº 5.941/2009.

de produção, navios, submarinos, em recursos que movimentam toda a cadeia da indústria de energia. (BRASIL, [2013]).

O referido Plano de Negócios foi objeto de Fato Relevante publicado em 15.03.2013, o qual informa ao mercado que o Conselho de Administração da Petrobras “aprovou o Plano de Negócios e Gestão 2013-2017 (PNG-2013-17), com investimentos totalizando US\$236,7 bilhões, mantendo o mesmo nível de investimentos do último Plano, sendo US\$207,1 bilhões referentes à carteira em implantação.” (BRASIL, 2013).

Desses valores, US\$147.500.000.000,00 (cento e quarenta e sete bilhões e quinhentos milhões de reais) serão investidos no segmento de Exploração e Produção (*upstream*) no Brasil entre os anos de 2013 e 2017, sendo que “os investimentos no Pré-Sal e Cessão Onerosa correspondem a 68% do valor total investido em desenvolvimento da produção” (BRASIL, 2013). Ademais, o Fato Relevante prevê que será demandado aproximadamente US\$39.700.000.000,00 das sociedades parceiras da Petrobras para execução dos projetos do PNG 2013 a 2017.

Com esses vultosos investimentos previstos até 2017, percebe-se que a Petrobras terá papel de destaque nos leilões licitatórios que serão realizados ainda em 2013 pela ANP.

Segundo noticiado,

A Petrobras se prepara para fazer novas aquisições durante a 11ª rodada de licitações de blocos para exploração petrolífera, a se realizar em 14 e 15 de maio [de 2013], quando serão ofertados 289 blocos em terra, mar e águas profundas. Além disso, o primeiro leilão de blocos do pré-sal, já sob o regime de partilha e previsto para dezembro, deverá ter a Petrobras como protagonista, pois a empresa almeja uma participação maior do que os 30% em cada bloco inicialmente previstos em lei.

“Vamos participar das rodadas do ano de 2013. Traçamos, evidentemente, cenários mais realistas para a 11ª rodada, pois já conhecemos o edital. Além disso, trabalhamos alguns cenários para a partilha”, disse a presidenta da Petrobras, Graça Foster. A participação além dos 30% nos leilões do pré-sal é confirmada pelo diretor de Exploração e Produção da empresa, José Formigli: “O apetite para querer mais do que 30% vai depender das áreas que vierem. O apetite existe e é cotejado com a atratividade da área que nós entendemos adequada e, obviamente, nas composições que fizemos nos consórcios que estivermos integrando na hora de participar do leilão.”

Graça Foster disse que a empresa será “seletiva” em suas participações nos leilões da ANP. “Nós fizemos em 2012 todo um trabalho de elaboração de uma política exploratória para a Petrobras. Não havia uma política exploratória escrita, havia uma política concebida, mas nós escrevemos essa política. Foi um trabalho de muitos meses da área de Exploração e Produção, com uma base técnica bastante grande, com o objetivo de quantificar o risco em termos de impacto no resultado da companhia. Essa é uma atividade de risco. Certamente que é, mas quanto? Quanto eu posso pagar de poço seco?”

A presidenta da Petrobras disse ainda que a participação nos leilões da ANP se dará dentro dos parâmetros de segurança financeira da empresa, tanto na escolha dos blocos quanto na dos eventuais parceiros. Recentemente a empresa

sofreu ataques de parte da mídia tradicional e do PSDB, que pretendem utilizar a queda nos números relativos ao desempenho para indicar que há má gestão na estatal. “O próximo passo a ser dado à luz dessa política é manter a seletividade da Petrobras em sua estratégia nos leilões. As parcerias são extremamente importantes para nós, e elas também serão seletivas. **Estamos nos preparando para participar dos leilões, a nossa referência é a política exploratória, nós estamos nesse plano até 2020 fazendo um trabalho muito forte de preservar o nosso caixa, estamos investindo adequadamente**”, disse. [...] (REDE BRASIL ATUAL, 2013, grifo nosso).

Com efeito, os objetivos da 11ª Rodada de Licitações da ANP, cuja abertura do prazo para entrega de documentos para qualificação e habilitação encerrou em 24.01.2013, são o de (i) promover o conhecimento das bacias sedimentares, (ii) desenvolver a pequena indústria petrolífera e (iii) fixar sociedades empresárias nacionais e estrangeiras no País, dando continuidade à demanda por bens e serviços locais, à geração de empregos e à distribuição de renda. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013a).

A 11ª Rodada de Licitações da ANP teve recorde de sociedades empresárias habilitadas. Segundo a ANP, foram, ao todo, 64 sociedades, superando as 61 habilitadas para a 9ª Rodada de Licitações, ocorrida em 2007, recorde anterior.

Em 14 e 15.05.2013, foram realizadas as apresentações das ofertas à 11ª Rodada de Licitações da ANP, tendo sido ofertados 289 blocos, totalizando 155.800 km², distribuídos em 11 Bacias Sedimentares: Barreirinhas, Ceará, Espírito Santo, Foz do Amazonas, Pará-Maranhão, Parnaíba, Pernambuco-Paraíba, Potiguar, Recôncavo, Sergipe-Alagoas e Tucano. Dos 289 blocos, 166 estão localizados no mar, sendo 94 em águas profundas, 72 em águas rasas, e 123 em terra. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, [2013]). Além dos 172 blocos anunciados no dia 11.01.2013, o CNPE autorizou, por meio da Resolução nº 02/2013, a inclusão de 117 novos blocos na 11ª Rodada de Licitações, dos quais 65 na Bacia Foz do Amazonas (nove blocos no Setor SFZA-AP1 e 56 no SFZA-AR1), 36 blocos na Bacia de Tucano (Setor STUC-Sul), dez blocos na Bacia de Pernambuco-Paraíba (cinco blocos no Setor SPEPB-AP2 e cinco blocos no SPEPB-AP3) e seis blocos na Bacia do Espírito Santo (Setor SES-AP2).

Ressalte-se que as 64 sociedades empresárias habilitadas para a 11ª Rodada de Licitações da ANP possuem diversas nacionalidades, conforme tabela elaborada a partir das informações constantes do *site* da ANP

Quadro 1 - Sociedades habilitadas para a 11ª Rodada de Licitações da ANP:

PAÍS/TERRITÓRIO	RAZÃO SOCIAL	GRUPO
ANGOLA - 1	Sonangol Guanambi Exploração e Produção de Petróleo Ltda.	Sonangol
AUSTRÁLIA - 3	BHP Billiton Petroleum Pty Ltd.	BHP
	Karoon Petróleo e Gás Ltda.	Karoon
	Woodside Energy Holdings (South America) PTY LTD.	Woodside
BERMUDAS - 2	Geopark Holding Limited	Geopark
	Kosmos Energy Ltd.	Kosmos Energy
BRASIL - 17	Brasoil Manati Exploração Petrolífera Ltda	Brasoil
	Cowan Petróleo e Gás S.A.	Construtora Cowan
	G3 Óleo e Gás Ltda.	A.R.G.
	HRT O&G Exploração e Produção de Petróleo Ltda.	HRT
	Imetame Energia Ltda.	Imetame
	Nova Petróleo S.A. - Exploração e Produção	Bolognesi Participações
	Novo Norte Energia e Consultoria Ltda.	Novo Norte
	OGX Petróleo e Gás S.A.	EBX
	Orteng Equipamentos e Sistemas Ltda.	Inbrael / Orteng
	Ouro Preto Óleo e Gás S.A.	Ouro Preto
	Petra Energia S.A.	STR
	Petróleo Brasileiro S.A.	Petrobras
	PetroRecôncavo S.A.	PetroRecôncavo
	Queiroz Galvão Exploração e Produção S.A.	Queiroz Galvão
	Sabre Internacional de Energia S.A.	Asset Geo
	Tarmar Energia e Participações Ltda.	UBX
	UTC Óleo e Gás S.A.	UTC
CANADÁ - 5	Alvopetro S.A. Extração de Petróleo e Gás	Petrominerales
	Gran Tierra Energy Brasil Ltda.	Gran Tierra
	Irati Petróleo e Energia Ltda.	Forbes & Manhattan
	Janeiro 1949 Extração de Petróleo Ltda.	Alberta
	Niko Resources Ltd.	Niko
ILHAS CAYMAN - 2	Barra Energia do Brasil Petróleo e Gás Ltda.	Barra Holding
	Partex Brasil Operações Petrolíferas Ltda.	Partex
REPÚBLICA POPULAR CHINA - 2	CNOOC International Limited	CNOOC
	Sinochem Petróleo Brasil Ltda.	Sinochem
COLÔMBIA - 3	Ecopetrol S.A.	Ecopetrol
	Hupecol Operating Co., LLC	Hupecol
	Trayectoria Oil & Gas	Trayectoria
DINAMARCA - 1	Maersk Oil Brasil Ltda.	Maersk

ESPAÑA - 2	Compañía Española de Petróleos, S.A.U.	CEPSA
	Repsol Sinopec Brasil S.A.	Repsol YPF
ESTADOS UNIDOS - 7	Central Resources do Brasil Produção de Petróleo Ltda.	Central Resources
	Chevron Brazil Ventures Aps.	Chevron-Texaco
	Conoco Phillips Company	Conoco
	Ep Energy do Brasil	EP Energy
	Exxonmobil Química Ltda.	ExxonMobil
	Hess Corporation	Hess
	Murphy Exploration & Production Company	Murphy
FRANÇA - 2	GDF Suez Energy Latin América Participações Ltda.	GDF Suez
	Total E&P do Brasil Ltda.	TotalFinaElf
GUERNESEI - 1	Chariot Oil & Limited	Chariot Oil & Limited
ITÁLIA - 1	Enel Trade S.p.A	ENDESA
JAPÃO - 5	Inpex Corporation	Inpex
	JX Nippon Oil & Gas Exploration Corporation	JX Holdings, Inc.
	Mitsubishi Corporation do Brasil S.A	Mitsubishi
	Mitsui & Co., LTD.	Mitsui & Co
	Sumitomo Corporation	Sumitomo
MALÁSIA - 1	Petronas Carigali SDN BHD	Petronas
NORUEGA - 1	Statoil Brasil Óleo e Gás Ltda.	Statoil
PANAMÁ - 1	Pacific Brasil Exploração e Produção de Óleo e Gás Ltda.	Pacific
PORTUGAL - 1	Petróleos de Portugal - Petrogal, S.A.	Galp Energia
REINO UNIDO - 5	BG Energy Holdings Limited	BG
	Bp Exploration Operating Company Limited	BP
	Perenco S.A.	Perenco
	Premier Oil PLC	Premier Oil Group
	Shell Brasil Petróleo Ltda.	Shell
TAILÂNDIA - 1	PTT Exploration and Production Public Company Limited	PTTEP Group

Fonte: Os autores com base nas informações da Agência Nacional do Petróleo (2013a; [2013]).

Em 30/08/2013, a ANP divulgou que mais de 60 contratos de concessão da 11ª Rodada de Licitações foram assinados por 20 sociedades. Esta Rodada teve recorde em arrecadação de bônus de assinatura (valor pago pelas sociedades na assinatura do contrato), R\$ 2.800.000.000,00 (dois bilhões e oitocentos milhões de reais). O ágio de 797,81% também foi recorde, assim como a previsão de investimentos do Programa Exploratório Mínimo a ser cumprido pelas sociedades empresárias vencedoras que é de R\$ 6.900.000.000,00 (seis bilhões e novecentos milhões de reais). Ao todo, 39 sociedades de 12 países participaram, das

quais 30 foram vencedoras, sendo 12 nacionais e 18 de origem estrangeira. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013b). Tais companhias precisarão realizar investimentos significativos para cumprir seus contratos e o mesmo ocorrerá nas próximas rodadas de licitações da ANP.

Com efeito, houve interesse de dezenas de sociedades nacionais e estrangeiras para investir na exploração e produção de recursos naturais brasileiros, sendo certo que estes interesses não devem esgotar-se nesta 11ª Rodada.

Em julho de 2013, a ANP divulgou as minutas do edital da 1ª Licitação do Pré-Sal e do contrato de partilha de produção, nos quais contém a área em oferta, as regras e procedimentos para participação e o cronograma preliminar. Entre os dias 10 e 29/07/2013 (BRASIL, 2013c), as referidas minutas passaram por processo de Consulta Pública e Audiência Pública, cujos objetivos foram: (i) obter subsídios e informações adicionais sobre as minutas do edital e do contrato da 1ª Licitação de Partilha de Produção; (ii) propiciar aos agentes econômicos e aos demais interessados a possibilidade de encaminhamento de comentários e sugestões; (iii) identificar, da forma mais ampla possível, todos os aspectos relevantes à matéria objeto da Audiência Pública; e (iv) dar publicidade, transparência e legitimidade às ações da ANP (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013e). Em 06/08/2013, ocorreu a Audiência Pública nº 20/2013, que teve como principal objetivo obter subsídios e informações adicionais sobre as minutas do edital e do contrato da 1ª Licitação de Partilha de Produção.

Na licitação, que será realizada no dia 21/10/2013, será ofertada a área de Libra, na Bacia de Santos, um total de 1.547,76 km². A assinatura do primeiro contrato de partilha de produção está prevista para o mês de novembro de 2013. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013c).

Assim, faz-se necessário discorrer a respeito da soberania nacional e do direito dos investimentos em relação à exploração e à produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos realizadas com capital estrangeiro, via contratos de concessão ou partilha de produção.

No caso de sagrar-se vencedora de uma licitação para explorar e produzir petróleo nas áreas do Pré-Sal, a sociedade estrangeira aplicará o seu capital e tornar-se-á proprietária do produto (ou parte dele) da lavra, nos termos de seu contrato de concessão e, no modelo de partilha, receber parte do produto extraído. Nesta hipótese, ela tomará a decisão de investir no Brasil. Segundo Lauriana de Magalhães Silva,

A decisão de investir requer, para a sua configuração, a soma de diversos fatores. Além da propensão a investir, da disponibilidade, da expectativa favorável e da rentabilidade, requer condições institucionais favoráveis.

Tais condições institucionais tanto do país de onde emana o investimento quanto do receptor, tende a formar garantias jurídicas que se traduzem na possibilidade de se exigir a eficácia dos compromissos assumidos. Em outras palavras, o investidor pode, em razão dos tratados internacionais sobre investimentos, pedir o cumprimento dos tratados bilaterais. [...] A busca por atrair investimentos internacionais não é fórmula recente. Desde os tempos remotos, a noção de investimento constitui uma troca: o dispêndio de recursos do investidor é permutado pelas benesses quanto à expansão das riquezas. Essa ideia é associada ao esperado progresso e ampliação do poder do Estado. (SILVA, [200-], p. 42-70).

O Direito Internacional dos Investimentos surgiu com o objetivo de proteger e promover os investimentos estrangeiros, tendo em vista (i) os riscos adicionais existentes para os investidores que atuam além das fronteiras de seus países e (ii) o fato de os Estados perceberem a necessidade do capital estrangeiro. Desse modo, era preciso construir um sistema jurídico que fornecesse a estabilidade e a segurança indispensáveis para o aumento do fluxo de investimentos entre os países. (MENDES, 2011).

De acordo com Marilda Rosado de Sá Ribeiro, foi ao longo do século XX que “aumentou a demanda por um sistema efetivo de ordem e de direito global, que permitam aos negócios internacionais instrumentos legais que propiciem confiança”. (RIBEIRO, 2010).

Desse modo, para que apliquem seus recursos no País, os investidores internacionais devem se sentir seguros de que o retorno financeiro não seja frustrado por decisões autoritárias do Estado hospedeiro, isto é, o Brasil. Isso porque “o termo investir, portanto, engloba em seu cerne, necessariamente, a noção de custo de oportunidade e a de expectativa, na qual o benefício seja maior que o sacrifício para obtê-lo”. (SILVA, [200-], p. 42-70).

O Brasil, por extenso período, era visto como um país de muitas incertezas, especialmente pelos altíssimos índices de inflação e política econômica instável. Apenas em 2008, quando o “risco-país” caiu, o Brasil “atingiu considerável posição no ranking de países receptores de investimentos” (RIBEIRO, 2010). Em 2010, Caetano afirmava que

[...] o Brasil é, atualmente, um dos principais destinos mundiais do investimento estrangeiro. Certamente, o fato de apresentar-se como uma das democracias mais estáveis da América do Sul contribui para as estatísticas. Ademais, a legislação interna brasileira não se esquivava do cumprimento de suas obrigações nos casos em que o investimento venha a ser tomado pelo poder público. Observe-se, nesse sentido, que a própria constituição brasileira garante a justa indenização em caso de expropriação. Nesse diapasão, segundo a diplomacia brasileira, não existiria razões evidentes para que uma garantia extra fosse concedida aos investidores. (CAETANO, 2010).

Entretanto, mesmo tendo investidores estrangeiros interessados em empregar seus capitais no Brasil, o País precisa melhorar a aplicação das “regras do jogo” no que diz respeito aos investimentos no setor de petróleo e gás. Nesse sentido, alerta Marilda Rosado de Sá Ribeiro:

Além dos inúmeros desafios tecnológicos e riscos exploratórios que devem ser enfrentados por todos os envolvidos na indústria, há barreiras burocráticas, ideológicas e legais que devem ser superadas. Reduzir a burocracia e fortalecer as regras – seu controle e sua aplicação – é o principal desafio para a melhoria desse cenário. Considerando que o Brasil compete com outros países na captação de investimentos de risco para a exploração e a produção, o maior desafio do Estado, no âmbito regulatório, é trabalhar melhor na manutenção da transparência e da estabilidade institucional, as chamadas — “regras do jogo”, que tem sido ignoradas a longo prazo. A elaboração da disciplina legal relativa ao Pré-sal parece não fugir a essa regra. (RIBEIRO, 2010).

As regras para a exploração e produção de petróleo nas áreas do Pré-Sal já foram criadas. Sem embargo, o Brasil, como Estado hospedeiro, deve se preocupar em assegurar o cumprimento: (i) das leis que constituem o novo marco regulatório, (ii) dos processos licitatórios para contratação sob o regime de partilha de produção para as áreas do Pré-Sal e estratégicas e (iii) dos contratos em si, a fim de não “afugentar” o investimento estrangeiro, o qual poderá auxiliar o País a melhor se desenvolver, a partir da nova riqueza petrolífera.

Os episódios da suspensão da 8ª Rodada de Licitações conduzida pela ANP, em novembro de 2006⁴⁰, e da retirada de 41 blocos às vésperas da realização da 9ª Rodada de Licitações devem permanecer como fatos isolados, de forma a não causar maior instabilidade e não sugerir indícios de preferência do capital nacional em relação ao estrangeiro.

Portanto, tendo em vista os vultosos recursos que serão necessários para exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos nas áreas do Pré-Sal e demais áreas estratégicas, o Brasil deve atentar em se manter como um pólo atrativo para os investimentos estrangeiros.

⁴⁰ Em 11/01/2013, a 8ª Oitava Rodada foi, de fato, cancelada, com a publicação, no Diário Oficial da União da Resolução CNPE nº 02/2012.

2.3 A Petrobras e seus investimentos no Pré-Sal

A partir da descoberta dos primeiros sinais de petróleo na camada do Pré-Sal da Bacia de Santos, em 2005, iniciou-se no Brasil uma grande mudança no marco regulatório. Com a edição da Lei nº 12.351/2010, nas áreas estratégicas e do Pré-Sal, nas quais há alto potencial e baixo risco para exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos, será utilizado o regime de contrato de produção de partilha. Nestes contratos de partilha a serem firmados com as sociedades que ganharem as licitações para exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas estratégicas e do Pré-Sal, a Petrobras, obrigatoriamente, será a operadora, com no mínimo, 30% de participação no consórcio contratado.

Com o intuito de fortalecer a Petrobras para o exercício desta função, a União, por meio da Lei nº 12.276/2010, cedeu, onerosamente, o exercício das atividades de pesquisa e de lavra do petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o artigo 177, I, da CF/88, em áreas não concedidas do Pré-Sal.

O contrato de cessão onerosa relacionou seis áreas definitivas (Florim, Franco, Sul de Guará, Entorno de Iara, Sul de Tupi, Nordeste de Tupi) e uma contingente (Peroba), bem como estabeleceu o valor inicial do barril de petróleo equivalente em US\$ 8,51. Pelo direito de explorar e produzir petróleo e gás natural nessas áreas, pelo período de 40 anos, prorrogáveis por no máximo cinco anos, a Petrobras pagou à União R\$ 74.807.616.407,00 (setenta e quatro bilhões oitocentos e sete milhões seiscentos e dezesseis mil e quatrocentos e sete reais). Por este contrato, a Petrobras assume, em caráter exclusivo, todos os investimentos, custos e riscos relacionados à execução das operações e suas consequências, cabendo-lhe, como única e exclusiva contrapartida, a propriedade originária do petróleo e gás natural que venham a ser efetivamente produzidos e por ela apropriados no ponto de medição da produção, com sujeição aos *royalties*. Contudo, também constou do referido contrato que a Petrobras deverá pagar mensalmente à União, a partir do início da produção em cada campo, *royalties* no valor de 10% da produção, os quais serão calculados consoante o disposto na Lei nº 9.478/1997. Ademais, não haverá incidência de participação especial, o que contribuiu para elevar o valor do barril pago pela Petrobras à União pelo direito de produção de hidrocarbonetos nas áreas objeto da cessão onerosa⁴¹.

⁴¹ Contrato de cessão onerosa. Disponível em: <<http://www.slideshare.net/petrobrasri/contrato-de-cessao-onerosa>>. Acesso em: 10 jul. 2013.

A Petrobras promoveu o pagamento do valor inicial do contrato de cessão onerosa com recursos (i) captados na oferta primária pública de ações ordinárias e preferenciais de sua emissão e (ii) de seu caixa. Do total de R\$ 115 bilhões arrecadados no aumento de capital, R\$ 67,8 bilhões foram recebidos em forma de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), assim a Petrobras teve que transferir R\$ 6,99 bilhões em dinheiro para a União para completar o pagamento das reservas de petróleo repassadas à companhia, nos termos da Lei nº 12.276/2010. (SOUSA, 2011).

Registre-se que a referida cessão reforçou em R\$ 74.807.616.407,00 (setenta e quatro bilhões oitocentos e sete milhões seiscentos e dezesseis mil e quatrocentos e sete reais) a receita bruta do Tesouro Nacional em 2010, o que correspondeu a 50% do acréscimo do Tesouro Nacional do referido ano. Uma parcela significativa dessa receita (R\$ 42,9 bilhões) foi aproveitada para financiar o aumento da participação da União no capital da Petrobras, que passou de 39,8% para 48,3% do capital total, tendo a parcela restante (R\$ 21,9 bilhões) sido empregada para reforçar o superávit primário do Governo. (SOUSA, 2011).

Assim, com a produção e a exploração desses blocos cedidos onerosamente, a Petrobras conseguirá parte de seus recursos para investir nas áreas estratégicas e do Pré-Sal, contudo, não serão suficientes para arcar com todos os custos que serão necessários.

Segundo o PNG 2013 a 2017, publicado por meio do Fato Relevante de 15.03.2013, a Petrobras terá que investir, entre 2013 e 2017, US\$ 236.700.000.000,00 (duzentos e trinta e seis bilhões e setecentos milhões de dólares norte-americanos) em suas atividades, sendo que US\$ 147.500.000.000,00 (cento e quarenta e sete bilhões e quinhentos milhões de dólares norte-americanos) somente no segmento de exploração e produção (*upstream*).

Em 09.07.2013, a ANP divulgou as minutas do edital da 1ª Licitação do Pré-Sal e do contrato de partilha de produção, nos quais contém a área em oferta, as regras e procedimentos para participação e o cronograma preliminar, dando início, assim, aos procedimentos para a produção e exploração das áreas do Pré-Sal.

Segundo a minuta do edital disponibilizada, a Petrobras será a operadora da área, com participação mínima de 30%. O consórcio poderá ter, no máximo, cinco sociedades empresárias licitantes, podendo incluir a Petrobras. Os consórcios deverão ter a participação de pelo menos uma sociedade licitante de Nível A, com capacidade para atuar em águas profundas, e poderão incluir outras de Nível B, com capacidade para atuar em terras e águas rasas. Nos termos da referida minuta,

A qualificação técnica será baseada nos parâmetros de volume de produção, montante de investimentos realizados em exploração e experiência da sociedade

empresária interessada ou, alternativamente, experiência dos integrantes de seu quadro técnico em atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural.
[...]

Para efeito de qualificação, nos termos deste Edital, a sociedade empresária interessada em participar da Primeira Licitação de Partilha de Produção, deverá ser enquadrada em uma das seguintes categorias:

Licitante Nível “A” – Capacidade técnica da sociedade empresária em atividades de exploração e produção com condições de operar em Terra, Águas Rasas, Águas Profundas e Ultraprofundas. Além disso, deverá obrigatoriamente possuir experiência em atividades de exploração e produção offshore na condição de Operador.

Licitante Nível “B” – Capacidade técnica do quadro técnico ou da sociedade empresária em atividades de exploração e produção com condições de operar em Terra e em Águas Rasas. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013e).

Durante a licitação, a Petrobras só poderá ser integrante de um consórcio. Portanto, nos consórcios que a Petrobras não participar, pelo menos uma das sociedades empresárias participantes deverá ser qualificada como licitante de Nível A. Assim, quaisquer dos consórcios estarão qualificados e terão a experiência necessária para atuar em áreas como a de Libra.

Ademais, as sociedades empresárias deverão comprovar, por meio das suas demonstrações financeiras, que possuem a qualificação financeira exigida; se for Licitante "Nível A", o patrimônio líquido mínimo deverá ser de R\$554.000.000,00 (quinhentos e cinquenta e quatro milhões de reais), enquanto se for Licitante "Nível B", deverá ser R\$277.000.000,00 (duzentos e setenta e sete milhões de reais).

Para serem habilitadas na 1ª Licitação no modelo de partilha de produção, as sociedades empresárias deverão efetuar o pagamento da Taxa de Participação, no valor de R\$ 2.067.400,00. Ademais, as sociedades empresárias, ou uma das integrantes do consórcio, poderão apresentar mais de uma Garantia da Oferta, desde que o valor total represente, no mínimo, R\$156.109.000,00 (cento e cinquenta e seis milhões e cento e nove mil reais). Aquele que sair vencedor da referida licitação deverá pagar, em parcela única, o bônus de assinatura, no valor de R\$15.000.000.000,00 (quinze bilhões de reais), correspondente ao valor do bloco objeto da oferta para obtenção da outorga do contrato de partilha de produção. O bônus não integrará o custo em óleo e corresponde ao valor fixo devido à União pelo contratado, sendo vedado, em qualquer hipótese, seu ressarcimento.

Os interessados disputarão os 70% (setenta por cento) restantes, visto que 30% (trinta por cento) da participação é titularizada pela Petrobras. O critério para sagrar-se vencedor na licitação é o da oferta de maior excedente de óleo, em média, ao longo da vigência do contrato de 35 anos, sendo respeitado o percentual mínimo de 41,65%.

De acordo com a minuta do contrato de partilha, o contratado terá o direito exclusivo de realizar as operações na área licitada, “obrigando-se para isso, por sua conta e risco, a aportar os investimentos e a arcar com os gastos necessários, incluindo os equipamentos, máquinas, pessoal, serviços e tecnologia apropriados”. (AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO, 2013e)

Ressalte-se que esta é a 1ª Licitação no modelo de partilha de produção, cuja única área licitada é a Libra. Por conseguinte, tem-se que novas licitações serão necessárias para a exploração e produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos nas demais áreas do Pré-Sal.

Portanto, tem-se que a Petrobras precisará, nos próximos anos, de muitos recursos para fazer face a todos os investimentos necessários à produção e exploração de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas estratégicas e do Pré-Sal, as quais estão começando a ser licitadas neste ano de 2013.

3 A POSSIBILIDADE DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR MEIO DE DEBÊNTURES CONVERSÍVEIS EM AÇÕES PELA PETROBRAS PARA INVESTIMENTOS NO PRÉ-SAL

Diante do novo marco regulatório do Petróleo, aprovado pela Lei nº 12.351/2010, a Petrobras, uma sociedade de economia mista⁴², será operadora de todos os blocos a serem contratados no regime de partilha e, por conseguinte, deverá obter recursos para fazer frente aos investimentos que serão necessários à exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas do Pré-Sal, recursos estes que poderão ser obtidos por meio de emissão de debêntures conversíveis em ações e captados no mercado de capitais, conforme será examinado neste capítulo.

3.1 A atuação do Estado por meio das sociedades de economia mista

A CF/88 regula, nos seus artigos 170 e seguintes, a Ordem Econômica Nacional. Da análise desses dispositivos é possível concluir que o Brasil adota o modelo econômico capitalista – com base no princípio da livre iniciativa e na proteção à propriedade privada – e, ainda, que a atuação do Estado na Ordem Econômica deve ocorrer de forma subsidiária e complementar com relação aos entes privados. Nesse sentido, o artigo 174 dispõe que:

Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, **o Estado exercerá, na forma da lei**, as funções de fiscalização, incentivo e **planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.**

§ 1º - A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento.

§ 2º - A lei apoiará e estimulará o cooperativismo e outras formas de associativismo.

§ 3º - O Estado favorecerá a organização da atividade garimpeira em cooperativas, levando em conta a proteção do meio ambiente e a promoção econômico-social dos garimpeiros.

§ 4º - As cooperativas a que se refere o parágrafo anterior terão prioridade na autorização ou concessão para pesquisa e lavra dos recursos e jazidas de minerais garimpáveis, nas áreas onde estejam atuando, e naquelas fixadas de acordo com o art. 21, XXV, na forma da lei. (grifou-se)

⁴² Art. 61, *caput*, da Lei do Petróleo. A Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRÁS é uma sociedade de economia mista vinculada ao Ministério de Minas e Energia, que tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins, conforme definidas em lei.

Ou seja, o Estado, ao planejar o desenvolvimento nacional, vinculará os entes públicos ao processo pelo qual executará sua atividade governamental na busca da realização das mudanças necessárias à consecução do desenvolvimento econômico social. Já os entes privados terão esse planejamento como orientação às suas atividades, sendo certo que

[...] o plano indicativo não obriga o setor privado, é também certo, como uma nota de sua índole jurídica: (a) que a liberdade de atuação do empresariado privado fica, em termos globais, condicionada à atuação governamental planejada; (b) que o setor privado não pode atuar deliberadamente contra os objetivos do plano; (c) que, naquelas hipóteses em que a atividade depende de autorização ou licença, a Administração poderá ter em conta os objetivos, previsões e requisitos estabelecidos, para outorgar ou não a autorização ou licença, pois, em tais casos, sua concessão ou denegação se convertem em matéria regrada. (SILVA, 2010, p. 738).

Da leitura do *caput* do artigo 170⁴³ da CF/88, verifica-se que o constituinte originário escolheu como fundamentos da Ordem Econômica os princípios da livre iniciativa e a valorização do trabalho humano. Estes princípios, além de serem os fundamentos da ordem econômica, também são considerados como fundamentos da República Federativa do Brasil, conforme o disposto no artigo 1º, IV, da CF/88.

Assim, a vigência destes dois princípios extrapola os limites da Ordem Econômica, influenciando todo o ordenamento jurídico e vinculando qualquer forma de atuação do Estado, assim como a interpretação das normas constitucionais e infraconstitucionais.

Em verdade, qualquer atividade, seja ela exercida pelo Estado ou por particulares, tem como finalidade última a realização dos fundamentos principais da Constituição. Nas palavras de Fábio Konder Comparato:

Com o advento do Estado pós-liberal, a partir da guerra de 1914-1918, a qual representou uma verdadeira censura histórica, tornou-se incontestável que toda organização política tende à realização de certas finalidades gerais, impostas a todos que vivem no território do Estado; e para a realização desses objetivos públicos, não pode haver separação entre a esfera estatal e a privada. Tanto as pessoas privadas, quanto os poderes públicos, são obrigados a dirigir suas atividades em vista dos fins superiores, estabelecidos na Constituição. (COMPARATO, 1990, p. 263-276).

⁴³ Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Ademais, merece também referência a menção inserida na Constituição de que a própria Ordem Econômica está sujeita aos ditames da justiça social. Apesar da eficácia do dispositivo depender da aplicação de outras normas constitucionais, a sua inserção, no capítulo referente à Ordem Econômica é um avanço com relação aos fins visados pelo Estado. Neste sentido, cabe transcrever um trecho da obra de Silva (2001, p. 768):

A Constituição de 1988 é ainda mais incisiva no conceber a ordem econômica sujeita aos ditames da justiça social para o fim de assegurar a todos existência digna. Dá à justiça social um conteúdo preciso. Preordena alguns princípios da ordem econômica – a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, a redução das desigualdades regionais e pessoais e a busca do pleno emprego – que possibilitam a compreensão de que o capitalismo concebido há de humanizar-se (se é que isso seja possível). Traz, por outro lado, mecanismos na ordem social voltados à sua efetivação. Tudo depende da aplicação das normas constitucionais que contém essas determinantes, esses princípios e mecanismos.

Com efeito, toda vez que a atividade econômica estiver se desenvolvendo de modo a não atender o bem estar geral, o Estado está autorizado a intervir no domínio econômico, conforme o disposto no artigo 170 da CF/88.

A intervenção do Estado na economia pode ocorrer de quatro formas, a saber: (i) intervenção direta, por meio da exploração de atividade econômica pelo próprio Estado, utilizando-se das sociedades estatais; (ii) planejamento e regulação da economia, a partir de planos econômicos e sociais, assim como das normas que disciplinam o correto convívio entre os agentes econômicos (neste grupo, incluem-se o Poder Legislativo, a própria Administração, por meio de seus atos normativos, as Agências Reguladoras e o Poder Judiciário, como poder que, apesar de não criar regras econômicas, atua na sua interpretação, o que, em última instância, acarreta uma intervenção junto à economia); (iii) fomento, atraindo os particulares para atuarem conforme o interesse do Estado; e (iv) tributação, na medida em que são criadas contribuições como a CIDE e que são fixadas altas alíquotas para determinados bens, como o cigarro⁴⁴.

Nos termos do artigo 173, “ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.”

⁴⁴ Tal fato justifica-se pelo princípio da seletividade, isto é, quando o legislador institui tributos em obediência à capacidade contributiva. Por este princípio, certas classes de bens de maior utilidade social (tais como medicamentos e alimentos) serão tributados com uma alíquota reduzida, em relação a outros bens, o quais não possuem esta necessidade (como bebidas alcoólicas, cigarros e artigos de luxo).

A exploração direta pode ser objeto de duas classificações: (i) a primeira, quanto à concorrência, que se divide entre as sociedades empresárias que atuam de modo monopolístico e as que praticam concorrência com os entes privados; e (ii) a segunda, que se refere ao objeto da atividade, isto é, a prestação de serviço público ou exploração direta de atividade econômica.

A sociedade de economia mista encontra-se situada em uma das modalidades de intervenção direta do Estado na ordem econômica. Segundo José Cretella Júnior, a sociedade de economia mista é:

[...] a pessoa jurídica de direito privado na qual pessoas jurídicas de direito público e particulares conjugam esforços para concretizar fins comuns, através da colaboração conjunta, ao capital e na direção da empresa, que se estrutura nos moldes congêneres e paralelos do direito privado. Ao mesmo tempo pública e privada, no que concerne ao capital, a sociedade de economia mista é uma das formas adequadas para a consecução do interesse coletivo, visto revestir-se dos característicos de empresa industrial dirigida para fim de interesse coletivo e não apenas no interesse pecuniário do empresário. Razões de natureza técnica e de ordem sócio-econômica justificam de maneira ampla a ingerência do Estado no setor privado. Despindo-se de parte de suas prerrogativas e privilégios, o Estado tem possibilidades maiores de locomover-se, de desenvolver atividades no setor comercial ou industrial, de desburocratizar-se, de subtrair-se a controles rígidos e asfixiantes. (CRETELLA JÚNIOR, 2000, p. 162).

Assim, de acordo com o artigo 173 da CF/88, as sociedades de economia mista apenas poderão ser constituídas na ocorrência de relevante interesse público ou imperativos de segurança nacional, conforme definidos em lei. Ademais, conforme o artigo 37, inciso XIX, da CF/88, a criação de sociedades de economia mista se faz por lei específica⁴⁵, a qual deverá discriminar a sociedade que se pretende criar, qual o seu objeto, etc.

A necessidade de autorização legislativa está tão associada à criação das sociedades de economia mista, que a maioria dos doutrinadores entende, acertadamente, que, na hipótese de ter sido criada sem a devida autorização, a sociedade empresária não teria natureza de economia mista, e sim de sociedade empresária privada comum, cabendo destacar os seguintes autores:

Carvalhosa (2011b):

[...] não havendo autorização legislativa, não se aplica o Capítulo XIX da lei societária (arts. 235 e s.), submetendo-se a sociedade com participação do Poder Público apenas às demais normas da lei societária, como sociedade privada comum que é.

⁴⁵ O artigo 5º, III, do Decreto-Lei nº 200/1967 e o artigo 236 da Lei nº 6.404/1976 assim também já previa.

Lacerda (1973, p. 13-25):

É necessário que fique denunciada a intenção do Estado de intervir em certa atividade econômica e por isso decorre a sua participação, obrigatoriamente, de lei que autoriza a subscrição, pelo Estado, de parte do capital. Há, assim, de haver prévia autorização legislativa, porque envolve a aplicação de recursos públicos e significa a execução de uma determinada incumbência do Estado.

Penteado (1989, p. 5-21)

[...] a criação de sociedades de economia mista e suas subsidiárias, bem como a participação de entidades da Administração Direta ou Indireta em empresas privadas passa a depender de expressa e específica autorização do Poder Legislativo; e as sociedades em que tal participação já existe, à míngua da referida autorização, continuam, como sempre o foram, a constituir sociedades anônimas de Direito Privado, que não integram a Administração Pública, embora possam, por via reflexa, receber orientações específicas emanadas daquela, desde que obedecido o regime societário comum. São elas – como o foram, reitere-se – apenas sociedades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público.

Entretanto, há aqueles que defendem que, na hipótese de ser criada sem a devida autorização legal, a companhia deverá ser considerada uma sociedade empresária estatal, pois, caso contrário, ter-se-á uma sociedade com capital público sem os devidos controles. Nesse sentido, Bandeira de Mello (2011, p. 205) esclarece:

Quid jûris no que concerne às que tenham surgido sem autorização legislativa de qualquer espécie? Este desmando já ocorreu no Brasil inúmeras vezes, como dantes se averbou, e as pessoas assim nascidas aí estão há muitos anos. Entendemos que – apesar de haverem irrompido defeituosamente no universo jurídico – a circunstância de se constituírem em realidade fática da qual irrompeu uma cadeia de relações jurídicas pacificamente aceitas impõe que se as considere assujeitadas a todos os limites e contenções aplicáveis a sociedades de economia mista ou empresas públicas regularmente constituídas, até que sejam extintas ou sanado o vício de que se ressentem. Com efeito, seria o maior dos contra sensos entender que a violação do Direito, ou seja, sua mácula de origem, deva funcionar como um passaporte para que se libertem das sujeições a que estariam submissas se a ordem jurídica houvesse sido respeitada.

A extinção da sociedade de economia mista também deve se dar por meio de lei autorizadora. Isso se justifica pela teoria da simetria, isto é, se a própria CF/88 exige que a autorização criadora se faça por meio de lei, é evidente que somente um novo ato desta mesma natureza será legítimo para extingui-la⁴⁶.

⁴⁶ Nesse sentido, a Lei nº 8.029/1990, no artigo 1º, IV, dissolve a sociedade de economia mista “Banco Nacional de Crédito Cooperativo S.A.- BNCC”. Outro exemplo é o Decreto nº 3.277/1999, que dissolveu a “Rede Ferroviária Federal S.A. – RFFSA”, também uma sociedade de economia mista.

O conceito legal de sociedade de economia mista é anterior à CF/88, conforme define o artigo 5º, III, do Decreto-Lei nº 200/1967, o que dispõe sobre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências:

Art. 5º, III - [...] entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta.

Sobre o conceito de sociedade de economia mista, Borba (1997, p. 15) afirma que:

Nas sociedades de economia mista acasalam-se interesses e capitais públicos e privados, ao contrário da empresa pública, cujo capital é inteiramente governamental.

O que demarca a existência de uma economia mista não é, porém, a simples participação do Estado, ainda que majoritária, em seu capital acionário. Uma participação transitória e eventual não transmudaria a condição jurídica da entidade, que permaneceria a mesma sociedade anônima. A economia mista é uma sociedade anônima ajustada, de modo permanente, a objetivos de interesse público, sem descuidar, naturalmente, as pretensões dos acionistas privados.

Entretanto, o fato de a União ou da entidade da administração pública indireta deter a maioria das ações da companhia não quer dizer que ela tenha de ser a acionista majoritária. Ou seja, é possível – e até normal – que a companhia tenha seu capital social dividido em ações com e sem direito a voto, além de outros valores mobiliários. A União ou a entidade da administração pública indireta tem a obrigação, apenas, de ser a controladora⁴⁷, mesmo sendo minoritária no capital social.

Ademais, o acionista controlador deve exercer de modo contínuo e ininterrupto⁴⁸ o poder de controle da sociedade de economia mista, não somente por razões empresariais, mas para atender aos interesses públicos que levaram à sua criação, sendo defesa a celebração de qualquer tipo de acordo que transfira o efetivo controle da companhia para os demais sócios.

⁴⁷ Nos termos do artigo 116 da Lei das S.A., o acionista controlador deve (i) ser 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 (ii) usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Ademais, conforme o artigo 238 da Lei das S.A., a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador, mas poderá orientar as atividades de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação.

⁴⁸ Segundo o Diretor da CVM, Otávio Yazbek, o controle deve ser verificado, ao menos, nas últimas três assembleias, conforme consta de sua Declaração de Voto nos autos do Processo Administrativo CVM nº RJ2009/1956, de 15.07.2009.

Cabe ressaltar, por oportuno, que o poder de controle não significa poder absoluto. Neste sentido, confira-se a lição de Dallari (2000, p. 379-400):

Os poderes do acionista controlador são exercidos do modo permanente, mas não em caráter absoluto, de forma incontestável. Importa, isto sim, que o interesse público sempre prevaleça, no sentido de não ser sobrepujado por interesses particulares. Mas não significa que a vontade do acionista controlador deva ser sempre a lei suprema, em detrimento dos legítimos interesses dos acionistas privados, que ficariam inermes e indefesos diante de simples atos de má administração.

Seguindo esses ensinamentos, é possível afirmar que a administração da sociedade é realizada como a de qualquer outra companhia privada, não havendo prevalência, de forma absoluta, dos interesses daquele que exerce o poder de controle.

Desse modo, é admissível a realização de acordos de acionistas que regulem a atuação dos acionistas perante a sociedade, sendo vedada, apenas, a celebração de qualquer tipo de acordo que transfira ao particular o exercício do poder de controle da companhia.

A legislação aplicável à sociedade de economia mista, em termos gerais, é aquela que rege as pessoas jurídicas de direito privado, conforme determinação do artigo 173, §1º, II, da CF/88. Segundo Borba (1997, p. 15),

[Foi] Afastada, portanto, qualquer distinção entre atividade interna e externa da empresa governamental, daí se deduz que todos os seus negócios e todas as suas relações deverão observar, plenamente, as mesmas normas que incidem sobre as sociedades comerciais em geral, ressalvadas naturalmente as exceções que decorrem da própria Constituição.

Desse modo, depois de criada mediante lei autorizadora, na qual se estipulou o controle majoritário permanente do acionista que personifica o interesse público, a sociedade de economia mista deve submeter-se às disposições das sociedades anônimas e, em particular, aos artigos 235 a 240 da Lei nº 6.404/1976⁴⁹. (MOURA, 1978, p.42, 44).

Ao sujeitar-se a sociedade de economia mista exploradora de atividade econômica ao regime de direito privado, o legislador visou “a conferir-lhe a necessária flexibilidade para que possa competir adequadamente com seus concorrentes nos mercados nacional e internacional”. (EIZIRIK, 2011, p. 294).

Destaque-se que mesmo submetendo-se ao regime de direito privado, a companhia de economia mista é constituída com o intuito de promover o interesse público, nos termos da lei

⁴⁹ Ressalte-se que os artigos 241 e 242 da Lei das S.A. foram revogados pelo Decreto-Lei nº 2.287/1986 e pela Lei nº 10.303/2001, respectivamente.

autorizadora. Assim, em diversos aspectos, a sociedade de economia mista terá que se pautar pelas regras de direito público, sendo sujeita, por exemplo, aos princípios gerais que norteiam a atividade da Administração Pública, previstos no artigo 37 da CF/88. (EIZIRIK, 2011, p. 295). Porém,

[...] não se justifica [...] o sacrifício da sociedade ao proveito público; se, por uma contingência qualquer, o interesse público exigir o esmagamento dos demais interesses, cumprirá à pessoa jurídica controladora atribuir à sociedade, ou aos interessados diretamente, uma razoável compensação. (BORBA, 2004, p. 484).

Portanto, o acionista controlador – o Estado ou a entidade da administração pública indireta – não poderá ser responsabilizado por abuso de poder ao orientar a sociedade de economia mista a atender o interesse público, até porque, nos termos do artigo 238 da Lei nº 6.404/1976, “a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (artigos 116 e 117), mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação”.

De acordo com a previsão do artigo 237, a sociedade de economia mista somente poderá explorar os empreendimentos ou exercer as atividades que estiverem antevistos na lei que autorizou sua criação. Ao comentar este artigo, Nelson Eizirik explica que:

A Lei das S.A., neste artigo [237], igualmente segue a feição privatista da ordem econômica, restringindo a expansão do setor público, particularmente em sua intervenção como empresário no domínio econômico; assim, a sociedade de economia mista tem a sua atuação limitada às atividades previstas na lei que autorizou a sua criação. Não pode, portanto, dedicar-se a outros empreendimentos não previstos na lei especial que a instituiu e descritos em seu objeto social. Tampouco pode a assembleia geral, após a sua constituição, modificar o objeto social previsto na lei que autorizou a constituição de economia mista. (BORBA, 2004, p. 307).

Portanto, quando houver imperativos de segurança nacional ou relevante interesse coletivo e o Estado Brasileiro precisar explorar diretamente a atividade econômica, poderá fazê-lo por meio de promulgação de lei autorizadora de constituição de sociedade de economia mista, a qual estará submetida à Lei nº 6.404/1976, e deverá conciliar os interesses público e privado nela presentes.

3.2 A Petrobras e sua atuação no mercado de capitais

A Petrobras foi criada em 1953 e, no ano seguinte da instituição da CVM⁵⁰, ela já obteve seu registro de companhia aberta, como será tratado a seguir. A sua forte presença no mercado de capitais aliada ao seu contínuo crescimento empresarial evidenciam que a Petrobras pode recorrer ao mercado de capitais brasileiro e de outros países para obter recursos para si, seja mediante a emissão de novas ações, seja por meio de colocação de títulos de dívida. Contudo, por ser uma sociedade de economia mista, há algumas peculiaridades que a Petrobras deve observar quando da realização dessas operações.

3.2.1 A criação da Petrobras como uma sociedade de economia mista

A criação da Petrobras ocorreu durante a vigência do mandato do ex-presidente Getúlio Vargas, no ano de 1953, em meio à comoção popular da campanha “O petróleo é nosso”. Foi com a promulgação da Lei nº 2.004/1953 que a União obteve a autorização para constituir a “Petróleo Brasileiro S.A.”, uma sociedade por ações que teria por objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o comércio e o transporte do petróleo, bem como a realização de quaisquer atividades correlatas ou afins.

A referida Lei dispunha que a refinação do petróleo, assim como a pesquisa e a lavra de suas jazidas e de outros hidrocarbonetos fluidos, além do transporte marítimo, constituíam monopólio da União (artigo 1º). Tal monopólio seria exercido justamente por meio do Conselho Nacional do Petróleo (CNP), como órgão de orientação e fiscalização, e da Petrobras e de suas subsidiárias, como órgãos de execução (artigo 2º).

Em relação à origem do capital social, o artigo 10 previu que a União seria a responsável por integralizar a totalidade das ações, tendo a obrigação de subscrever, em todo aumento de capital, ações ordinárias que lhe assegurem pelo menos 51% do capital votante. Desse modo, outras pessoas, tanto de direito público, quanto de direito privado, poderiam subscrever ações em futuros aumentos de capital, nos termos do artigo 18 do Estatuto Social. Assim, apesar de não ter constado expressamente que ela foi constituída como sociedade de economia mista, a Petrobras foi criada como tal. Nesse sentido, Barroso ([200-]) afirma:

⁵⁰ A CVM foi criada em 1976, por meio da Lei nº 6.385/1976.

A Petrobras S.A., ora consulente, foi criada pela Lei nº 2.004, de 03.10.1953, sob a forma de sociedade de economia mista, tendo como objeto a exploração de um conjunto de atividades econômicas, a saber: “a pesquisa, a lavra, a refinação, o comércio e o transporte do petróleo proveniente de poço ou de xisto – de seus derivados bem como de quaisquer atividades correlatas ou afins” (art.6º).

Em 02.04.1954, por meio do Decreto nº 35.308, foi aprovada a constituição da Petrobras e de seus atos societários. O primeiro estatuto social da Petrobras foi publicado em 19.01.1954, contudo, durante a pesquisa realizada para esta dissertação, não foi possível ter acesso ao seu teor.

Em 1967, foi publicado o Decreto-Lei nº 200/1967, que dispõe de forma geral sobre a organização da Administração Federal. Neste sentido, prevê o Decreto-Lei que a Administração Federal compreende a Administração Direta, que se constitui dos serviços integrados na estrutura administrativa da Presidência da República e dos Ministérios; e a Administração Indireta, que compreende algumas categorias de entidades, todas dotadas de personalidade jurídica própria.

As categorias elencadas pelo diploma legal como pertencentes à Administração Indireta são as autarquias, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e as fundações públicas. O artigo 5º do Decreto-Lei nº 200/1967 define sociedade de economia mista como:

Art. 5º, III. Sociedade de Economia Mista: a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, **sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertencam em sua maioria à União** ou a entidade da Administração Indireta. (grifo nosso).

O Decreto-Lei nº 688/1969 modificou a redação da Lei nº 2.004/1953 e criou as ações preferenciais ao portador. Neste mesmo ano, foi publicado o Decreto nº 65.690/1969, no qual foi aprovada a reforma do Estatuto da Petrobras, estando previsto no artigo 1º que “A Petróleo Brasileiro S.A., que usará a abreviatura PETROBRÁS, é uma sociedade por ações, de economia mista - de capital aberto - constituída pela União, na forma da Lei nº 2.004, de 3 de outubro de 1953”.

Em 13.01.1978, o Estatuto da Petrobras foi alterado por meio do Decreto nº 81.217/1978, para que a companhia se adaptasse à então nova Lei das S.A.

O capital social constante do artigo 5º do Estatuto Social foi dividido em 25.158.929.936 (vinte e cinco bilhões, cento e cinquenta e oito milhões novecentas e vinte nove mil e novecentas e trinta e seis) ações, no valor nominal de um cruzeiro cada uma, e

subdividido em ações ordinárias nominativas (58%) e ações preferenciais nominativas ou ao portador (42%). Em março de 1979, como decorrência da capitalização de parte das reservas, o valor nominal da ação foi aumentado para um cruzeiro e cinquenta centavos.

Em agosto de 1997, a Lei nº 9.478 regulamentou a Emenda Constitucional nº 09/1995, permitindo que outras sociedades explorassem e produzissem óleo em território brasileiro, em regime de concessão ou mediante autorização do poder concedente - a União. A responsabilidade pelo controle do setor petrolífero passou a ser da recém-criada ANP. Até o advento desta Lei, outras sociedades somente podiam atuar no *downstream*, ou seja, na venda dos derivados do petróleo. Desse modo, a Petrobras perdeu a exclusividade da exploração e do refino de petróleo no Brasil.

A Lei nº 9.478/1997 revogou a Lei nº 2.004/1953 e dispôs sobre a política energética nacional e as atividades relativas ao monopólio do petróleo, instituindo o CNPE e a ANP. Percebe-se, assim, que os objetivos das políticas nacionais de energia sempre foram no sentido de preservar o interesse nacional, promover o desenvolvimento das técnicas relativas aos recursos energéticos, atrair investimentos e ampliar a competitividade do Brasil no mercado internacional.

A respeito da Petrobras, a Lei do Petróleo prevê expressamente no artigo 61 que ela é uma sociedade de economia mista:

Art. 61. A Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRÁS é uma **sociedade de economia mista** vinculada ao Ministério de Minas e Energia, que tem como objeto a pesquisa, a lavra, a refinação, o processamento, o comércio e o transporte de petróleo proveniente de poço, de xisto ou de outras rochas, de seus derivados, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, bem como quaisquer outras atividades correlatas ou afins, conforme definidas em lei. (grifo nosso).

Deste modo, apesar de ter retirado da Petrobras a exclusividade da exploração e refino do petróleo, ela permaneceu controlada pelo Estado, tendo a Lei do Petróleo explicitado que a Petrobras é uma sociedade de economia mista. Assim, Luís Roberto Barroso entende que “nada obstante a abertura do mercado, continuava a ser de interesse público a atuação da Petrobras no setor, sendo que a empresa [sic] agora deveria desenvolver suas atividades em caráter de livre competição (art. 61)” (BARROSO, ([200-])).

3.2.2 O histórico de atuação no mercado de capitais

Antes mesmo da criação da CVM, ocorrida em 1976, a Petrobras já era uma companhia aberta, o que pode ser verificado da leitura do artigo 1º do Decreto-Lei nº 688/1969. Assim, em 20.07.1977, a Petrobras obteve o seu registro de companhia aberta junto à CVM, conforme consta do cadastro geral de participantes do mercado e do seu formulário cadastral no sistema da CVM.

Em relação aos valores mobiliários já registrados, três são as operações dos últimos anos que merecem mais atenção, dentre as quais duas estão relacionadas à emissão de debêntures e uma à distribuição primária de ações.

Em relação às debêntures, a Petrobras protagonizou duas emissões primárias, ambas no ano de 2002. Comparando-se as características das duas colocações, obtêm-se o seguinte quadro:

Quadro 2 - Emissões de debêntures da Petrobras em 2002

Características	2ª Emissão	3ª Emissão
Líder	Banco BTG Pactual S/A	Itaú Unibanco S/A
Forma	Escritural	Escritural
Instituição Depositária	Banco Itaú S.A.	Banco Itaú S.A.
Agente Fiduciário	Oliveira Trust DTVM S.A.	Pentágono S/A DTVM
Tipo	Simple	Simple
Espécie	Quirografária	Quirografária
Quantidade	750.000	775.000
Preço	R\$ 1.000,00	R\$ 1.000,00
Volume	R\$ 750.000.000,00	R\$ 775.000.000,00
Emissão	01/08/2002	01/10/2002
Vencimento	01/08/2012	01/10/2010
Atualização monetária	IGP-M	IGP-M
Juros	11% a.a.	10,3% a.a.

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Em 2010, houve uma oferta pública, a qual teve por escopo a distribuição primária de aproximadamente 3.500.000.000 (três bilhões e quinhentas milhões) ações da Petrobras no mercado brasileiro. Deste montante, cerca de 2.000.000.000 (duas bilhões) ações emitidas eram ordinárias, enquanto o restante eram preferenciais, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal. A operação ocorreu nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, possuindo um valor total de oferta de aproximadamente R\$ 115.000.000.000,00 (cento e quinze bilhões de reais).

Tal distribuição envolveu a colocação de ações não apenas no mercado brasileiro, mas também no mercado internacional, abrangendo grandes instituições como o Banco Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated e Bradesco Securities, Inc.. No âmbito da oferta internacional, foram distribuídas 270.000.000 (duzentas e setenta milhões) ações ordinárias e 200.000.000 (duzentas milhões) ações preferenciais, ambas sob a forma de *American Depositary Shares* (“ADSs”).

A Petrobras capitalizou-se bastante nos últimos anos com emissão de novas ações, que, desde 2008, aumentou em 2.369.106.798 (duas bilhões trezentas e sessenta e nove milhões cento e seis mil e setecentas e noventa e oito) ações ordinárias e 1.901.313.392 (um bilhão, novecentos e uma milhões trezentas e treze mil e trezentos e noventa e duas) ações preferenciais, conforme quadro a seguir (PETROBRAS, [2013b]):

Quadro 3: Evolução do capital social da Petrobras, de 2008 a 2012:

Evolução do Capital	2012	2011	2010	2009	2008
Ações Ordinárias	7.442.454.142	7.442.454.142	7.442.454.142	5.073.347.344	5.073.347.344
União Federal	3.740.470.811	3.738.835.217	3.991.413.128	2.818.751.784	2.826.516.456
BNDES / BNDESPar	11.700.392	173.400.392	173.400.392	98.457.000	94.492.328
BNDES	734.202.699	442.001.218	218.845.426	0	0
Fundo de Participação Social - FPS	6.000.000	6.000.000	6.000.000	0	0
Fundo Soberano - FFIE	0	344.055.327	344.055.327	0	0
ADR Nível 3	1.535.209.896	1.596.548.816	1.521.989.590	1.306.053.702	1.350.276.582
FMP - FGTS Petrobras	163.501.398	173.760.453	183.772.748	177.777.693	186.749.197
Estrangeiros (Res. nº 2689 C.M.N)	498.356.684	420.432.235	405.837.965	236.178.610	184.803.530

Outros	753.012.262	547.420.484	597.139.566	436.128.555	430.509.251
Ações Preferenciais	5.602.042.788	5.602.042.788	5.602.042.788	3.700.729.396	3.700.729.396
União Federal	0	0	66.019.291	0	0
BNDES / BNDESPar	1.341.348.766	1.341.348.766	1.341.348.766	574.047.334	574.047.334
BNDES	161.596.958	2.433.460	2.433.460	0	0
Fundo de Participação Social - FPS	2.433.460	161.596.958	161.596.958	0	0
Fundo Soberano - FFIE	0	1.596.850.138	1.477.085.956	1.302.320.170	1.235.631.388
Estrangeiros (Res. nº 2689 C.M.N)	918.017.703	802.385.635	785.119.479	559.589.174	504.573.339
Outros	1.620.379.305	1.697.427.831	1.768.438.878	1.264.772.718	1.386.477.335
Total de ações	13.044.496.930	13.044.496.930	13.044.496.930	8.774.076.740	8.774.076.740
União Federal	3.740.470.811	3.738.835.217	4.057.432.419	2.818.751.784	2.826.516.456
BNDES / BNDESPar	1.353.049.158	1.514.749.158	1.514.749.158	0	668.539.662
BNDES	895.799.657	442.001.218	218.845.426	0	0
Fundo de Participação Social - FPS	8.433.460	8.433.460	8.433.460	0	0
Fundo Soberano - FFIE	0	505.652.285	505.652.285	0	0
ADR (Ações ON)	1.535.209.896	1.596.548.816	1.521.989.590	1.306.053.702	1.350.276.582
ADR (Ações PN)	1.558.266.596	1.596.850.138	1.477.085.956	1.302.320.170	1.235.631.388
FMP - FGTS Petrobras	163.501.398	173.760.453	183.772.748	177.777.693	186.749.197
Estrangeiros (Res. nº 2689 C.M.N)	1.416.374.387	1.222.817.870	1.190.957.444	795.767.784	689.376.869
Outros	2.373.391.567	2.244.848.315	2.365.578.444	1.700.901.273	1.816.986.586

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Contudo, não é só por meio de emissão de novas ações que o capital social pode ser aumentado. A capitalização de lucros ou de reservas também é outra possibilidade às companhias que desejam aumentar seu capital. Conforme artigo 169, §1º, da Lei das S.A., as companhias que tiverem ações sem valor nominal poderão efetivar o aumento sem modificação do número de ações, *in verbis*:

Art. 169. O aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuições das ações novas,

correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuem.

§ 1º Na companhia com ações sem valor nominal, a capitalização de lucros ou de reservas poderá ser efetivada sem modificação do número de ações.

§ 2º Às ações distribuídas de acordo com este artigo se estenderão, salvo cláusula em contrário dos instrumentos que os tenham constituído, o usufruto, o fideicomisso, a inalienabilidade e a incomunicabilidade que porventura gravarem as ações de que elas forem derivadas.

§ 3º As ações que não puderem ser atribuídas por inteiro a cada acionista serão vendidas em bolsa, dividindo-se o produto da venda, proporcionalmente, pelos titulares das frações; antes da venda, a companhia fixará prazo não inferior a 30 (trinta) dias, durante o qual os acionistas poderão transferir as frações de ação.

Assim, a Petrobras também aumentou seu capital por meio de incorporação de reserva de capital. De acordo com a tabela a seguir, é possível observar os aumentos de capital da Petrobras nos últimos cinco anos:

Quadro 4 - Aumentos de capital da Petrobras, de 2008 a 2012:

Ano	Valor (aproximado)	Forma	Emissão de novas ações
2012	R\$ 12,5 milhões	Incorporação de reserva de incentivos fiscais	Não
	R\$ 12,4 milhões	Incorporação de reserva de capital	Não
2011	R\$ 22,6 milhões	Incorporação de reserva de incentivos fiscais	Não
2010	R\$ 6 milhões	Incorporação de reserva de capital e de reserva de lucros	Não
	R\$ 115 bilhões	Oferta Pública de Distribuição Primária	2 bilhões de ações ordinárias
			1,5 bilhão de ações preferenciais
R\$ 6 bilhões	Incorporação de reserva de capital e de reserva de lucros	Não	
2008	R\$ 26 bilhões	Incorporação de reserva de lucro	Não

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

Somado a essas capitalizações, tem-se que em fevereiro de 2012 a Petrobras emitiu US\$ 7.000.000.000,00 (sete bilhões de dólares norte-americanos) em títulos de dívida em mercados internacionais.

De acordo com a tabela abaixo, as ações e títulos de dívida da Petrobras possuem uma boa classificação a respeito de sua capacidade futura e responsabilidade jurídica da companhia de efetuar, dentro do prazo, pagamentos do principal e juros de um título de renda fixa específico:

Quadro 5 - Classificações das ações e títulos de dívida da Petrobras:

Agência de Rating	Última Revisão	Global Moeda Local	Global Moeda Estrangeira	Nacional Moeda Local	Panorama
Moody's	21/06/2011	A3	A3	Aaa	Negativo
Standard & Poor's	17/11/2011	BBB	BBB	-	Estável
Fitch	04/04/2012	BBB+	BBB	AAA	Estável

Fonte: Petrobras

Assim, é possível observar que a Petrobras já recorre ao mercado de capitais – no Brasil e no exterior – para obter recursos aos seus investimentos há muitos anos, tendo credibilidade dos investidores nas mais diversas formas de emissão de valores mobiliários.

3.3 A emissão de debêntures como financiamento às companhias para o exercício da empresa

Conforme examinado, a debênture é uma forma de captação de recursos das companhias, as quais podem emitir esse título de dívida de forma pública ou particular, a fim de financiar os seus projetos com recursos de terceiros ou de seus próprios acionistas.

Quando percebe que, por algum motivo, precisará de mais recursos, a companhia precisa avaliar qual é o meio mais vantajoso para obtê-los.

A debênture apresenta-se como uma alternativa muito interessante nesse sentido, tendo em vista a flexibilidade que ela permite à sua emissora. Isso porque, antes da debênture ser emitida e negociada, a companhia decide, entre outros, a sua espécie, o prazo de vencimento do título, as formas de vencimento antecipado, a remuneração, as garantias que serão ou não prestadas, a amortização e o resgate das debêntures. (ASSOCIAÇÃO

NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-])). Ou seja, essas variáveis serão avaliadas pela emissora a fim de dar atratividade à debênture, resguardando-se, por outro lado, os interesses da companhia. Nesse sentido, Santos (1996, p. 27-36) afirma que:

A debênture é, certamente, dentre os títulos de dívida – regulamentados no Brasil – o mais interessante.

[...]

No que se refere a “montagens financeiras”, não há dúvida que é a debênture que permite a maior flexibilidade. É possível nela representar de um simples débito até operações bastante complexas, nas quais a debênture conjugue aplicações de renda fixa e variável.

Quanto ao prazo, ele pode ser tanto de curta duração, quando de duração indefinida como em operações em que não haja vencimento em determinada data, só ocorrendo no caso de um desempenho estipulado não ser alcançado, quando são consideradas como *quase-security*.

Permite ainda a debênture que sobre ela sejam lançados derivativos, tais como opções (Instrução n. 193, de 20.7.92, da CVM), “warrants” (Instrução n. 223, de 10.11.94, da CVM), “swaptions” etc. São também passíveis de compor as carteiras de Fundos: a) de Conversão (Instrução n. 91, de 6.12.91, da CVM); b) de Mútuos de Investimento (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); c) de Mútuos de Investimento – Carteira Livre (Instrução n. 215, de 8.6.94, da CVM); e d) de Investimento em Empresas Emergentes (Instrução n. 209, de 25.3.94, da CVM). Nos dois últimos a legislação permite, inclusive, que as carteiras componham-se exclusivamente desses títulos.

Ressalte-se que a companhia definirá as condições das debêntures na escritura de emissão, mas precisará estar atenta ao mercado para verificar a viabilidade e atratividade das debêntures junto aos investidores, uma vez que o intuito da emissão é o de encontrar interessados em subscrever os seus títulos.

As debêntures apresentam, ademais, outra vantagem comparativa: a possibilidade de serem convertidas em ações. Com efeito, esta espécie de debêntures gera benefícios à emissora, tendo em vista que ao final do prazo de vencimento, ela não precisará, necessariamente, desembolsar o valor principal devido ao debenturista. Caso os titulares das debêntures decidam por convertê-las em ações, a companhia deverá aumentar o seu capital social, que poder ocorrer por (i) ajuste contábil ou (ii) incorporação de uma (ou parte de) reserva, seja constituída à época da escritura de emissão de debêntures, reserva de capital⁵¹ ou até mesmo pela reserva legal⁵².

⁵¹ A reserva de capital das sociedades anônimas – cuja constituição é opcional – somente poderá ser utilizada, nos termos do artigo 200 da Lei das S.A., para (i) absorção de prejuízos que ultrapassem os lucros acumulados e as reservas de lucros; (ii) resgate, reembolso ou compra de ações; (iii) resgate de partes beneficiárias; (iv) incorporação ao capital social; e (v) pagamento de dividendo a ações preferenciais, quando essa vantagem lhes for assegurada. A Lei das S.A., nos §§ 1º e 2º do artigo 182, prevê que serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem: (a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do

Sobre as debêntures conversíveis, Borba (2005, p. 9) ensina que:

As debêntures conversíveis, ainda pouco utilizadas no Brasil, permitem mesclar vantagens aparentemente antagônicas, viabilizando para o investidor uma aplicação que conjuga as virtudes da renda fixa com as virtudes da renda variável. Por ser assim, a debênture conversível poderá praticar taxas de juros inferiores às que seriam adotadas no caso de debêntures simples. É que a debênture conversível apresenta natureza híbrida, encontrando-se habilitada, com a valorização das ações em que pode ser convertida, a realizar ganhos de capital.

A relevância econômica da debênture conversível situa-se não apenas na riqueza de suas possibilidades, mas principalmente no papel que pode representar como instrumento de expansão e desenvolvimento do mercado acionário, posto que constitui uma ponte entre o mercado de títulos de renda fixa e o mercado de ações.

Outro benefício das debêntures diz respeito à sua “colocação”. Uma companhia brasileira pode decidir (i) colocar as debêntures – emitidas no Brasil – no mercado brasileiro ou no exterior, de forma pública ou privada; ou (ii) emitir tais títulos no Brasil e no exterior. Conforme esclarece Lucena (2009, p. 757),

A emissão de debêntures feita no Brasil, seja por companhia brasileira, seja por companhia estrangeira autorizada a funcionar no País, e ainda que se destinem à colocação no exterior, rege-se pela lei brasileira (*locus regit actum*). São títulos brasileiros. Já se a emissão é feita no exterior, segundo o mesmo princípio de direito internacional, será obedecida a lei local. Logo, são títulos estrangeiros.

Assim, as debêntures emitidas no Brasil seguirão as leis brasileiras e as emitidas no exterior obedecerão à legislação do país em que for emitida.

As debêntures também possuem atrativos tanto se comparadas às outras formas de financiamento e se analisado o desenvolvimento deste mercado nos últimos anos, conforme será analisado nos itens a seguir.

capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias; (b) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição; e (c) o resultado da correção monetária do capital realizado, enquanto não capitalizado.

⁵² A reserva legal, disciplinada no artigo 193 da Lei das S.A., foi estipulada para evitar que os lucros auferidos na atividade da companhia fossem distribuídos indiscriminadamente aos seus acionistas, em detrimento dos seus credores. Desse modo, ao obrigar a companhia a constituir a reserva legal com uma parcela dos lucros obtidos, a Lei das S.A. preserva o capital social e assegura o pagamento dos credores da companhia. A sua finalidade, portanto, é assegurar a integridade do capital social, somente podendo ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital social da companhia. Nesse sentido, ver Eizirik (2011, p. 40-41).

3.3.1. As vantagens das debêntures em relação às outras formas de financiamento

Comparando a emissão de debêntures com outras formas de financiamento, elas também apresentam diversas vantagens.

As emissões de ações, por exemplo, podem ser utilizadas pelas companhias para obter mais recursos. A sociedade decidirá por aumentar o seu capital e, assim, emitirá novas ações. Os acionistas da companhia, nos termos do artigo 171 da Lei nº 6.404/1976⁵³, terão direito de preferência na subscrição e, caso os sócios não tenham capital para investir, terceiros poderão subscrevê-las, passando a companhia a ter um novo quadro acionário. Isto não ocorre com a emissão de debêntures simples, quando o debenturista é apenas um credor da companhia⁵⁴. Conforme esclarece Castro (2011, p. 183).

⁵³ “Art. 171. Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. § 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas: a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor; b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento; c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento. § 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado. § 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de debêntures conversíveis em ações, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência. § 4º O estatuto ou a assembleia geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência. § 5º No usufruto e no fideicomisso, o direito de preferência, quando não exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário. § 6º O acionista poderá ceder seu direito de preferência. § 7º Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo: a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou b) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior. § 8º Na companhia fechada, será obrigatório o rateio previsto na alínea b do § 7º, podendo o saldo, se houver, ser subscrito por terceiros, de acordo com os critérios estabelecidos pela assembleia geral ou pelos órgãos da administração.”

⁵⁴ Conforme esclarece Eizirik, “não obstante a Lei das S.A. definir como competência privativa da assembleia de debenturistas apenas as hipóteses de (i) modificação nas condições das debêntures; (ii) incorporação, cisão e fusão; e (iii) redução de capital por debêntures sem garantia, a escritura de emissão pode estabelecer outras em que é necessária a deliberação dos debenturistas. A Lei das S.A., ao tratar da conversibilidade de debêntures em ações, estabelece, no § 2º do artigo 57, que, enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: (i) mudar o objeto social da companhia; e (ii) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures. Portanto, essa é mais uma hipótese em que se faz necessária a reunião dos debenturistas em assembleia, salvo se for aprovado pelo agente fiduciário, conforme permite o artigo 57. De qualquer forma, os debenturistas

A admissão de novos sócios à sociedade poderá implicar uma série de consequências inerentes à aquisição da condição de sócio pelo investidor. Entre eles, o sócio tem o direito de participar da distribuição de dividendos, de fiscalizar a companhia, de eleger, em votação em separado, membros do conselho de administração (art. 141, §§4º e 5º, LSA) e membros do conselho fiscal (art. 161, §4º, LSA). Cabem a eles também o direito de participar e votar, conforme a espécie da ação emitida, nas assembleias gerais, entre outros.

A alteração do capital social gera a necessidade de reforma estatutária (exceto no caso de capital autorizado, conforme artigo 168 da Lei das S.A.⁵⁵), o que não ocorre na hipótese das emissões de debêntures.

Outra vantagem da emissão de debêntures sobre o aumento de capital está no fato da companhia poder recomprar suas debêntures no mercado, nos termos do artigo 55, da Lei das S.A., podendo, assim, administrar sua dívida. As ações, ao seu turno, não podem ser negociadas pela própria sociedade, a não ser nas poucas exceções previstas no artigo 30 da Lei das S.A.⁵⁶.

Diferente opção disponível para captação de recursos pelas companhias é a obtenção de empréstimos junto às instituições financeiras ou bancos de investimentos. Contudo, as taxas de juros cobradas por tais entidades costumam ser mais altas do que as fixadas quando da emissão de seus próprios papéis e quase não há flexibilidade na negociação dos contratos,

podem se reunir em assembleia, sempre que necessário, para deliberar sobre matéria de interesse da comunhão e, conforme o disposto no § 2º, a ela se aplicam, no que couber, as disposições da Lei das S.A. referentes à assembleia geral de acionistas.” (EIZIRIK, 2011, p. 435).

⁵⁵ “Art. 168. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. § 1º A autorização deverá especificar: a) o limite de aumento, em valor do capital ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas; b) o órgão competente para deliberar sobre as emissões, que poderá ser a assembleia geral ou o conselho de administração; c) as condições a que estiverem sujeitas as emissões; d) os casos ou as condições em que os acionistas terão direito de preferência para subscrição, ou de inexistência desse direito (artigo 172). § 2º O limite de autorização, quando fixado em valor do capital social, será anualmente corrigido pela assembleia geral ordinária, com base nos mesmos índices adotados na correção do capital social. § 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.”

⁵⁶ “Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. § 1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída. § 2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-la à prévia autorização em cada caso. § 3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores. § 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. § 5º No caso da alínea d do § 1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação.”

justamente o oposto do que ocorre com a emissão de debêntures. Nesse sentido, constata Castro (2011, p. 190-191) que:

[...] A taxa de juros cobrada pelos bancos costuma estar atrelada ao DI, acrescido de uma taxa adicional mensal. A fixação da taxa irá variar de sociedade para sociedade, de acordo com a sua capacidade de endividamento e adimplemento das obrigações assumidas, ramo da atividade na qual atua, garantias ofertadas, etc. Além do custo do capital tomado ser usualmente mais alto nessa espécie de financiamento, os contratos firmados entre mutuante – banco – e mutuário – companhia – são menos favoráveis à sociedade, posto que elaborados pelas instituições financeiras sem a participação direta da tomadora. As instituições financeiras em geral elaboram contratos de adesão cujas cláusulas são inalteráveis, mesmo que a pedido da sociedade mutuária. A esta cabe apenas a opção de aceitar as cláusulas e condições impostas pela instituição mutuante ou de não realizar negócio da forma ditada por aquela.

As instituições financeiras não costumam permitir contratos de abertura de crédito com duração de mais de 24 meses, sendo necessárias diversas negociações para aprovação de investimento das instituições financeiras nas companhias que precisam do crédito, ao passo que o prazo médio das debêntures são de 6,1 anos (BOLETIM ANBIMA, 2013b). Esse prazo de duração pode ser alterado em função das condições do mercado e do tipo de captação que se pretende fazer. Ademais, muitos empréstimos exigem garantias pessoais e/ou reais, o que, nas debêntures, seria uma opção da companhia e não uma determinação do credor.

Os bancos de investimento públicos e privados, por sua vez, costumam firmar contratos de financiamento de longo prazo e o custo do capital obtido também tende a ser menor do que das instituições financeiras comuns. Contudo, existe uma complexidade e burocracia maior nessas entidades, bem como uma análise mais apurada para decidir sobre a aprovação ou não do investimento. (CASTRO, 2011, p. 191).

Assim, por diversas razões, há mais flexibilidade, rapidez e economia nas emissões de debêntures do que na captação de recursos por meio de empréstimos junto às instituições financeiras.

Da mesma forma, existem vantagens na emissão de debêntures se comparadas à emissão dos *“commercial papers”*. Os *commercial papers*, também conhecidos como notas promissórias comerciais, são títulos de curto prazo que as sociedades anônimas emitem visando a captar recursos no mercado interno para financiar suas necessidades de capital de giro. As notas promissórias comerciais, assim como as debêntures, imprimem ainda maior agilidade às captações, ao possibilitar que os tomadores negociem diretamente com os investidores de mercado (bancos, fundos de pensão, etc.). O prazo de vencimento das notas promissórias comerciais, conforme artigo 7º da Instrução CVM nº 134/1990, deve ser, no mínimo de 30 dias e, no máximo, de 180 dias, para emissão por companhias fechadas e de

360 dias para a emissão de companhias abertas. Por sua vez, o prazo de vencimento das debêntures é fixado pela companhia emissora. Assim, as debêntures apresentam vantagens em relação ao *commercial papers* por a companhia emissora poder ter mais tempo para pagar o principal aos seus credores. Nesse sentido, Castro (2011, p. 187) aponta que:

Devido ao curto prazo de maturação dos *commercial papers*, a finalidade para a qual se destinará o recurso captado com essa operação é muitas vezes diferente da finalidade para qual se destinará o valor recebido com a colocação de debêntures no mercado. Em geral, os *commercial papers* são lançados no mercado quando a companhia emissora precisa de recursos para girar seu capital. As debêntures são emitidas, normalmente, quando a companhia emissora pretende investir o capital captado em ampliação do número de estabelecimentos comerciais, melhoria do parque industrial, investimento no setor de tecnologia e informática da sociedade, no empreendimento de novos negócios, etc. Tais investimentos precisam de algum prazo para dar retorno à companhia e para permitir que essa cumpra as obrigações assumidas junto aos debenturistas – pagamento dos títulos no seu vencimento.

Ainda sobre as diferenças entre as debêntures e os *commercial papers*, tem-se que o artigo 6º da Instrução CVM nº 134/1990 determina que os *commercial papers* não podem ser emitidos em valor inferior a 80.000 Bônus do Tesouro Nacional para fins fiscais (BTNFs)⁵⁷, enquanto não há limitação mínima nem máxima para o valor nominal das debêntures. Isso significa dizer que provavelmente a debênture terá maior liquidez no mercado do que os *commercial papers*, visto que tanto investidores institucionais, quanto pessoas físicas – sejam investidores qualificados ou não, nos termos da Instrução CVM nº 409/2004 – poderão negociá-las mais facilmente. (CASTRO, 2011, p. 187-188). E, ainda, a companhia emissora das debêntures pode repactuar algumas cláusulas da escritura de emissão, conforme o disposto no artigo 71, §5º, da Lei das S.A., o que não pode ocorrer na emissão dos *commercial papers*. Desse modo, apesar de também constituírem uma forma de captação de recursos de terceiros em relação aos *commercial papers*, as debêntures apresentam vantagens para as companhias que necessitam realizar investimentos cujo retorno se dará em médio e longo prazo.

Os subscritores também podem visualizar vantagens em investir em debêntures, se comparar com ações, por exemplo. Em contrapartida ao investimento realizado na companhia, os acionistas, sejam os antigos ou os novos, serão beneficiados pelo pagamento de dividendos, quando houver, e pela valorização do valor mobiliário, se for o caso. Ou seja, há incerteza sobre o retorno do investimento. Por sua vez, os debenturistas, ao investirem na sociedade emissora, estão adquirindo títulos com a promessa de receber o principal investido

⁵⁷ Segundo o site http://www.portalbrasil.net/indices_btfnf.htm, 1 (um) BTNF equivale a R\$ 1,5702, em julho de 2013, sendo, portanto, a limitação prevista no artigo 6º da referida Instrução de R\$125.616,00 (cento e vinte e cinco mil e seiscentos e dezesseis reais). Informação acessada em 13 jun. 2013.

acrescido da remuneração pactuada, podendo haver estipulação de garantias a este investidor, conforme artigo 58 da Lei das S.A. (BORBA, 2005, p. 21).

Ademais, ao emitir debêntures, o pagamento de juros é deduzido como despesas financeiras, enquanto, pagamento de dividendos decorrentes da propriedade das ações e, respectiva qualidade de acionista da companhia, não é dedutível na apuração do resultado anual da companhia. (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-]).

3.3.2 O mercado de debêntures no Brasil

Além das suas vantagens e daquelas em relação às outras formas de captação de recursos, faz-se necessário tratar do mercado de debêntures, local em que esses títulos serão negociados.

Desde 2010, o mercado de debêntures vem evoluindo e fortalecendo-se, conforme se depreende da notícia publicada na Revista Capital Aberto, em meados de julho de 2010, o mercado estava aquecido e era propício para as novas emissões:

Com 38 operações nos cinco primeiros meses de 2010, as emissões de debêntures já passam de R\$17 bilhões no ano, segundo dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). A cifra é de encher os olhos e indica que as emissões de renda fixa voltadas ao mercado local estão cada vez mais em alta, especialmente as colocações por meio da Instrução 476 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que dispensa o registro de ofertas públicas com esforços restritos de venda. Em 2010, 25 emissões de debêntures foram realizadas por meio da [Instrução CVM nº] 476. O cenário em nada se parece com o do início do ano. Até o fim de fevereiro, apenas três ofertas haviam sido registradas, e aquelas com esforços restritos eram apenas cinco. [...]. (YOKOI, 2010, p. 8-9).

Neste mesmo ano, em 30 de dezembro, o então Presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, editou a Medida Provisória nº 517, que, dentre outras disposições, (i) alterou em parte o regime legal das debêntures para facilitar o uso desse mecanismo de captação de recursos pelas sociedades emissoras, tendo em vista que alguns regramentos até então existentes não deixavam as debêntures tão atrativas aos investidores, conforme examinado, e (ii) criou certos benefícios fiscais para os investimentos realizados em “áreas de infraestrutura” ou “produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação”.

Com efeito, as emissões de debêntures que observarem determinadas condições – dentre as quais está a obrigação de a emissão ser realizada por sociedade de propósito específico (SPE) constituída com a finalidade de financiar projetos de infraestrutura – passarão a ser caracterizadas como “debêntures de infraestrutura” e possuirão o incentivo de redução do Imposto de Renda devido sobre os seus rendimentos para aqueles que as subscreverem⁵⁸.

A justificativa para a edição da Medida Provisória nº 517/2010 encontra-se na Exposição de Motivos de 29.12.2010, subscrita pelos Ministros de Estado Guido Mantega, Miguel João Jorge Filho, José Artur Filard Leite, Sergio Machado Rezende, Fernando Haddad, Paulo Bernardo Silva e Marcio Pereira Zimmermann, *in verbis*:

[...] 2. Tal medida faz-se necessária para viabilizar a construção de um mercado privado de financiamento de longo prazo. Importa destacar que embora seja louvável a constatação de que o Brasil apresenta boas perspectivas de crescimento econômico, é necessário reconhecer que a convalidação destas perspectivas demanda a construção de uma nova base de financiamento para os projetos de maior maturação [v.g. indústria do petróleo], o que perpassa pela maior iniciativa privada como fonte complementar de *funding*.

3. Para termos uma ideia do desafio que se apresenta, um estudo editado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, intitulado ‘O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico’, apresenta uma perspectiva da necessidade de investimentos da ordem de R\$1.324 bilhões (um mil trezentos e vinte e quatro bilhões de reais) no período de 2010 a 2013.

4. É oportuno enfatizar que o Governo e os bancos públicos, principalmente o BNDES, não podem continuar como promotores quase que exclusivos de tais recursos vis-à-vis o risco de minarmos nossa capacidade de sustentação do crescimento. Atualmente, quase noventa por cento da carteira de crédito com vencimento superior a cinco anos tem como lastro linhas oriundas de bancos públicos, sendo que só o BNDES é responsável por quase sessenta e dois por cento dessa carteira.

5. O próprio mercado de capitais, que poderia atuar como fonte de *funding* complementar ao financiamento de tais projetos, apresenta uma captação primária não tão expressiva, girando em torno de 2,5% (dois inteiros e cinco décimos por cento) a três por cento do Produto Interno Bruto - PIB, e com um mercado de títulos de dívida eminentemente concentrado em operações de curto e médio prazo e indexadas a índices de juros de curtíssimo prazo, como os Depósitos Interbancário - DI e a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Analisada uma amostra das emissões de debêntures oriundas de ofertas públicas e de letras financeiras, respectivamente, nos períodos de Janeiro de 2009 a Setembro de 2010 e de Abril de 2010 a Outubro de 2010, constata-se que apenas 6,54% (seis inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento) das emissões de debêntures apresentavam prazo superior a oito anos e não vinculação com o índice DI ou a taxa SELIC. No caso das letras financeiras, nenhuma das emissões analisadas apresentava prazo superior a oito anos.

6. Ou seja, urge que sejam adotadas medidas que incentivem o efetivo surgimento de um mercado de financiamento **privado de longo prazo**, incentivo este que não deve estar focado apenas no barateamento ou no fomento a novas emissões, mas

⁵⁸ Conforme consta do site da ANBIMA, até 08.08.2013, já haviam sido emitidas debêntures de infraestrutura no valor total de R\$4.751.000.000,00, com prazo médio para vencimento de 15 anos. Informação disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/financiamento-de-longo-prazo/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 27 ago. 2013.

também no desenvolvimento do mercado secundário de negociação de tais títulos. Pois, tão importante quanto a atratividade do mercado primário em termos de rentabilidade esperada e de segurança nas negociações é a factibilidade de eventual venda dos títulos adquiridos no mercado secundário, ou mesmo a possibilidade de acompanhamento da precificação de tais títulos; o que também requer a concretização de operações de compra e venda no mercado secundário. [...] ⁵⁹ (grifo nosso).

Percebe-se que o principal objetivo da Medida Provisória nº 517/2010 foi estimular a captação de recursos no mercado de capitais para que a poupança popular possa complementar os investimentos necessários em setores estratégicos, conforme referido na Exposição de Motivos, tendo em vista a constatação de que a maior parte dos investimentos é comumente feita pelo Estado e pelos bancos públicos. Conforme já tratado, a Medida Provisória nº 517/2010 foi convertida na Lei nº 12.431/2011, a qual buscou reduzir os empecilhos ao desenvolvimento do mercado de debêntures no Brasil, para que este título possa se tornar um verdadeiro instrumento de mercado de capitais, já que, atualmente, ainda estão “sendo muito mais utilizadas *ad hoc*.” (YAZBEK, 2013, p. 565-589).

As alterações no regime jurídico das debêntures, especialmente quanto ao artigo 55, §3º, da Lei das S.A. – que passou a prever a possibilidade de resgate das debêntures pela própria companhia emissora, por valor superior ao nominal, observadas as regras a serem expedidas pela CVM –, são de extrema relevância para o fortalecimento do mercado secundário das debêntures. Esta regra permite que a emissora administre melhor a sua exposição e o seu endividamento, ao poder recomprar as suas próprias debêntures nessas condições e dentro das normas a serem elaboradas pela CVM.

Também em 2011, outro passo importante para o fortalecimento do mercado das debêntures foi dado: a criação do Novo Mercado de Renda Fixa, proposta que teve início no final de 2010. Segundo a ANBIMA, a mudança do ambiente macroeconômico brasileiro juntamente com a percepção da necessidade de ampliação do financiamento para garantir a retomada do crescimento sustentável a fez assumir “o desafio de identificar as razões de o mercado de títulos privados de renda fixa - especialmente no segmento corporativo - ser tão pouco desenvolvido no Brasil e definir estratégias para o fortalecimento do mercado de capitais como fonte de captação de recursos de longo prazo”. (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [200-]).

Assim, em abril de 2011, a ANBIMA concluiu que:

⁵⁹ EM Interministerial nº 194/2010 – MF -/MDIC/MC/MCT/MEC/MME/MP, de 29.12.2010, subscrita por Guido Mantega, Miguel João Jorge Filho, José Artur Filard Leite, Sergio Machado Rezende, Fernando Haddad, Paulo Bernardo Silva e Marcio Pereira Zimmermann.

[...] o mercado brasileiro encontra-se em um equilíbrio ruim, caracterizado por baixo volume de emissões e quase nenhuma negociação no mercado secundário. A base de investidores é concentrada em agentes que costumam não desfazer suas posições de títulos, como instituições financeiras de grande porte, por disporem de recursos de longo prazo suficientes para manter os papéis em carteira sem comprometer a liquidez de seus balanços; fundos de investimento, por serem capazes de gerar *funding* internamente; e entidades de previdência, que têm posições passivas longas e a prática de manter seus ativos até o vencimento.

Observou-se que o desafio de intermediar dezenas de bilhões de reais em prazos longos não se reflete em incentivos capazes de fazer esses atores (emissores e investidores) saírem voluntariamente de sua zona de conforto, o que se reforçava pelo fato de mais de 90% dos títulos corporativos de renda fixa (debêntures) serem remunerados a taxa de curtíssimo prazo. (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-]).

Ao final desse estudo, a ANBIMA entendeu que a situação do mercado secundário de debêntures poderia ser alterada de duas formas: (i) com a significativa redução da taxa nominal de juros, já é uma realidade⁶⁰; e (ii) com a adoção de mudanças institucionais, tributárias e de política, que estimulasse emissores e investidores a buscar um novo equilíbrio. Assim, visando a fortalecer o Novo Mercado de Renda Fixa, com foco na segunda linha de atuação, a ANBIMA elaborou uma série de propostas relacionadas à tributação dos ativos, parcerias com o BNDES, incentivos para a inclusão de novos perfis de investidores e de emissores neste segmento, e dinamização da liquidez destes ativos, as quais foram debatidas com agentes do mercado, autarquias e representantes do governo. (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-]).

Nesse mesmo sentido, em outubro de 2011, foi lançado o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Novo Mercado de Renda Fixa (Código NMRF). (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-]). De acordo com a própria ANBIMA,

A criação do Novo Mercado de Renda Fixa pela ANBIMA é contemporânea à divulgação de medidas de incentivos às ofertas públicas de títulos privados de renda fixa pelo governo brasileiro. Houve, por parte da ANBIMA, a intenção de manter o alinhamento com as propostas do governo, especialmente no que diz respeito ao alongamento e desindexação às taxas de curto prazo dos ativos.

Sendo assim, na essência, algumas das características necessárias aos ativos para fazer jus aos incentivos tributários presentes na Lei 12.431/11 se confundem com as exigidas pelo NMRF da ANBIMA, mas o NMRF tem como objetivo alavancar o mercado de títulos privados de renda fixa como um todo, com foco também na governança e na liquidez dos ativos. (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, [201-]).

⁶⁰ Atualmente, a tendência é de alta da SELIC, com o objetivo de conter (i) a inflação e (ii) a captação de recursos em moeda estrangeira.

O Código NMRF prevê dois segmentos, de longo⁶¹ e curto prazo. As ofertas públicas que forem registradas no NMRF deverão observar diversos requisitos, tais como: (i) ser subscrita ou adquirida por, no mínimo, dez investidores, com participação individual máxima de 20% da oferta; (ii) ser distribuída publicamente; e (iii) remunerar o título ou o valor mobiliário ofertado com taxa de juros prefixada, índices de preços e/ou outras taxas de referência a serem definidas pela ANBIMA. O Código NMRF determina, inclusive, que a não observância do item (i) poderá acarretar a perda do registro no NMRF. Há, também, a possibilidade de dispensa de determinados procedimentos e/ou requisitos pelo “Conselho de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA”, justamente para flexibilizar os procedimentos de registro.

Essa iniciativa de autorregulação está permitindo o desenvolvimento do mercado de renda fixa, com o objetivo de beneficiar os emissores privados e os seus investidores. Até junho de 2013, oito registros já haviam sido concedidos, conforme tabela abaixo:

Quadro 6 - Ofertas realizadas no Novo Mercado de Renda Fixa:

Ofertas	Série	Status do Registro	Última atualização	Código ativo
3ª Emissão Cemig Distribuição	2	Concedido	23/01/2013	CMDT23
	3	Concedido	23/01/2013	CMDT33
2ª Emissão Algar	2	Concedido	12/11/2012	ALGA22
3ª Emissão Taesa	2	Cancelado	12/11/2012	TAE23
	3	Cancelado	12/11/2012	TAE33
6ª Emissão BNDESPar	1	Concedido	27/04/2012	BNDP16
	2	Concedido	27/04/2012	BNDP26
	3	Concedido	27/04/2012	BNDP36
3ª Emissão Cemig Geração e Transmissão	2	Concedido	22/03/2012	CMTR23
	3	Concedido	22/03/2012	CMTR33

Fonte: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO ([201-]).

⁶¹ Prazo médio ponderado superior a quatro anos, sem recompra nos dois primeiros anos.

Em 01.11.2012, entrou em funcionamento o Sistema Registro Único de Negócios da ANBIMA, conhecido como “Reune”, a fim de dar maior transparência e contribuir para a liquidez do mercado secundário de títulos privados, facilitando o processo de formação de preços. Em março de 2013, o Reune foi integrado à Cetip S.A. – Mercados Organizados (Cetip), sendo que:

A iniciativa permitirá que as negociações no mercado secundário de debêntures da Cetip sejam registradas pelos próprios participantes em até uma hora após sua realização. Atualmente, a maioria das negociações é registrada para liquidação apenas no fim do dia ou no dia seguinte e apresentada ao mercado após esse período. Por meio do Reune, o mercado terá acesso a informações que contemplam a debênture e o lote negociados, a taxa cobrada, os participantes da operação e o horário de execução. As informações estarão disponíveis na área de informações técnicas do site da Anbima. A instituição que não fizer o registro dentro do prazo de uma hora será penalizada com multa de R\$ 150 por dia. (THOMAZ, 2013, p. 9).

Assim, tem-se que o mercado de debêntures está se consolidando e se tornado cada vez mais atrativo, tanto para os emissores, quanto para os investidores. Além das suas vantagens propriamente ditas, o governo e os participantes do mercado estão empenhados em fortalecer esse mercado para aquecer as negociações com debêntures, seja no mercado primário, quanto secundário.

Em suma, as debêntures constituem uma das opções de financiamento a longo prazo, na medida em que: (i) proporcionam a captação de grandes volumes de capital; (ii) possuem baixo custo, dado que, por exemplo, uma única operação de emissão de debêntures gera custos menores do que várias operações de mútuo bancário; (iii) são bem aceitos pelos mercados, tanto o primário como o secundário, a esses títulos; (iv) proporcionam a adequação do fluxo de caixa da emitente, tendo em vista que é o emissor que estabelece, na escritura de emissão, os prazos, a amortização, as garantias, os resgates, etc.; (v) dão à administração da companhia liberdade para escolha quanto às condições da emissão; (vi) são um financiamento que não necessariamente retém bens do ativo, sendo a opção do emissor gravar alguns ativos, dando-os em garantia; (vii) não implicam na alteração do controle acionário da companhia, como pode ocorrer com a emissão de novas ações; e (viii) proporcionam à emitente a possibilidade de negociar suas ações a preços superiores ao que obteria caso optasse pelo lançamento de ações, operação a qual deve observar o disposto no artigo 170 da Lei das S.A.

3.4. O financiamento das companhias por meio de emissões de debêntures no Brasil e no Mundo

Inicialmente, cabe esclarecer que, a fim de melhor demonstrar as curvas de emissão de títulos de dívida no Brasil e no mundo, bem como o volume financeiro negociado em vários países, se fez necessário a utilização de diversas tabelas e figuras neste subcapítulo.

As companhias, tanto no Brasil como no mundo normalmente não possuem todo o capital necessário para atuar e desenvolver suas atividades. Em diversos momentos no curso da sua atividade social, elas precisam se utilizar de recursos de terceiros para se aprimorar e tentar alcançar seus objetivos empresariais. Dentre as diversas opções de financiamento, as sociedades podem emitir títulos de dívida e oferecê-los a quem deseja investir nesse mercado.

No Brasil, as sociedades anônimas podem emitir debêntures, que, como visto, são títulos representativos de dívida de médio e longo prazo, que asseguram aos seus titulares um direito de crédito contra a companhia emissora, estando sujeitas ao regramento das Leis n^{os} 6.385 e 6.404, ambas de 1976. No exterior, existem outros instrumentos utilizados como títulos de dívida que se assemelham bastante às debêntures, os quais são denominados de “*corporate bonds*”.

A expressão “*bonds*” significa “título de dívida” e, portanto, existem diversas variações nos inúmeros ordenamentos jurídicos existentes. Os “*bonds* domésticos” são os emitidos em um determinado país por uma instituição nacional, sendo negociados pelos investidores do mesmo país na bolsa de valores local. Já os “*bonds* estrangeiros” são emitidos em um mercado de capitais de um país diverso do emissor, obedecendo às normas deste mercado. Há também os “*global bonds*”, que são colocados em diversos mercados de capitais, podendo ser negociados na mesma moeda do país emissor. Por sua vez, os “*corporate bonds*” são aqueles emitidos especificamente por companhias – e não instituições financeiras, por exemplo – que serão as responsáveis pelo pagamento do principal e dos demais encargos. Os “*eurobonds*” são lançados no exterior, para a captação de altos valores, em vários mercados e diversos investidores, sendo emitidos em moeda diferente da moeda do país da colocação.

Tendo em vista as diversas espécies de títulos de dívida emitidos no exterior, não foi possível realizar, para a presente dissertação, um estudo específico sobre os valores das emissões de debêntures ou “*corporate bonds*”. Desse modo, foi realizada uma pesquisa sobre as emissões de títulos de dívidas (“*bonds*”), conforme a seguir.

O mercado de capitais norte americano destaca-se pelo grande volume de *bonds* emitidos e comercializados diariamente. Segundo dados publicados pela *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA), em 2012, a emissão de *bonds* por companhias nos Estados Unidos alcançou um volume de aproximadamente US\$ 1.360 bilhões, o maior já registrado⁶², representando um aumento de 34% em relação a 2011. Por outro lado, o volume total de *corporate bonds* negociados no mercado secundário também alcançou os maiores valores já registrados, totalizando US\$ 22,6 bilhões.

A tabela abaixo apresenta os volumes totais, em bilhões de dólares norte-americanos, de emissões de *corporate bonds* no mercado de capitais dos Estados Unidos, desde 1996, dividido pelo perfil de risco da dívida:

Quadro 7 - Volumes totais de emissões de *corporate bonds* no mercado de capitais dos Estados Unidos, de 1996 a 2012

Ano	Baixo Risco (Investment Grade)	Alto Risco (High Yield)	Total
1996	285	58,7	343,7
1997	358,1	107,9	466
1998	481,1	129,6	610,7
1999	544,9	84,3	629,2
2000	553,2	34,3	587,5
2001	698,3	77,8	776,1
2002	579,5	57,2	636,7
2003	644,7	131,1	775,8
2004	642,8	137,9	780,7
2005	656,5	96,3	752,8
2006	912,3	146,6	1.058,90
2007	991,5	136	1.127,50
2008	664,1	43	707,2
2009	754	147,8	901,7
2010	798,9	263,9	1.062,70
2011	788	224,1	1.012,10
2012	1.030,90	329,2	1.360,10

Fonte: SIFMA

⁶² Dados constantes do relatório “*US Corporate Bond Issuance*”, atualizado em 11 de abril de 2013, elaborado pela *Securities Industry and Financial Markets Association*. Disponível em <<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>>. Acesso em: 30 abr. 2013.

Já na Europa, o mercado de títulos de dívida alcançou seus maiores valores em 2009, mas sofreu com a crise da zona do euro em 2010 e 2011, o que acarretou um aumento nas emissões de títulos de alto risco (*high yield*) e diminuição dos títulos de baixo risco (*investment grade*). Neste sentido, desde 2010, as emissões de *corporate bonds* de alto risco vêm batendo recordes, tendo alcançado seus maiores valores em 2012⁶³. Em contrapartida, a gradual recuperação da confiança de investidores alavancou as emissões de *corporate bonds* de baixo risco nos mercados europeus, alcançando o valor total de US\$ 483 bilhões, por meio de 981 operações, segundo maior volume já registrado, conforme dados do Deutsche Bank⁶⁴.

Nos mercados emergentes do leste asiático observa-se a mesma tendência, com um aumento progressivo do uso de debêntures e outros *bonds* como forma de financiamento pelas companhias. Em comparação com o ano de 2011, 2012 apresentou um aumento de 20,1% no volume total de emissões em moeda local de *corporate bonds* nestes mercados, totalizando US\$ 860 bilhões⁶⁵. O gráfico abaixo, extraído do relatório *Asia Bond Monitor*, de março de 2013, elaborado pelo *Asian Development Bank*, apresenta uma análise trimestral do volume de emissões em moeda local desde o início de 2009⁶⁶:

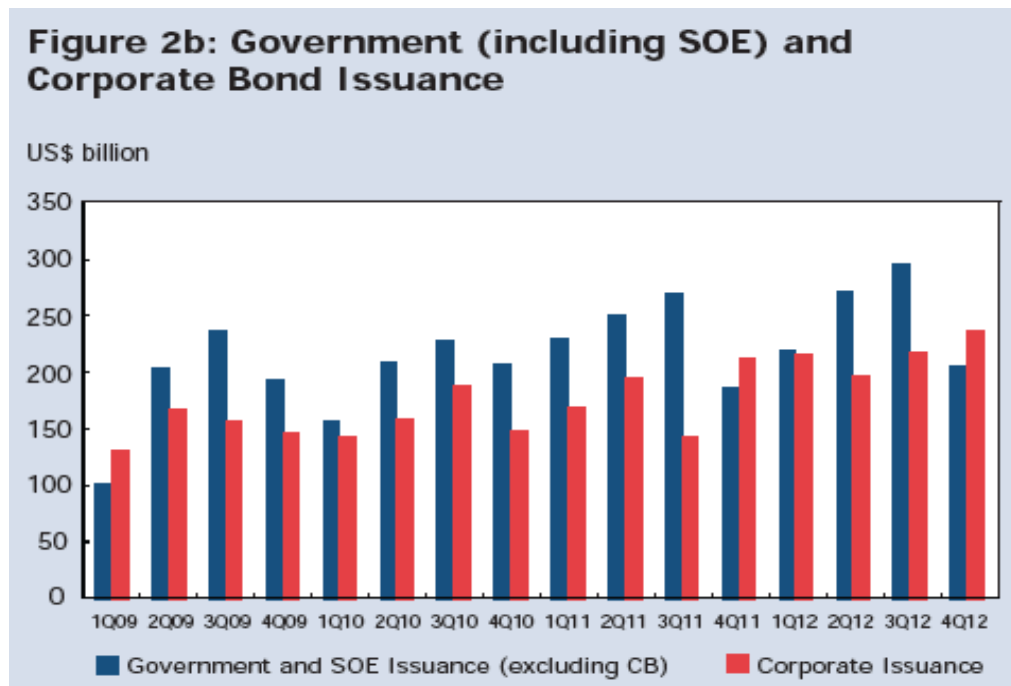
⁶³Dados do relatório “Corporate Bond Issuance in Europe”, elaborado pelo *Deutsche Bank Research*. Disponível em: <www.dbresearch.com>. Acesso em: 30 abr. 2013. p. 9.

⁶⁴Dados do relatório “Corporate Bond Issuance in Europe”, elaborado pelo *Deutsche Bank Research*. Disponível em: <www.dbresearch.com>. Acesso em: 30 abr. 2013. p. 3

⁶⁵Dados do relatório “Corporate Bond Issuance in Europe”, elaborado pelo *Deutsche Bank Research*. Disponível em: <www.dbresearch.com>. Acesso em: 1 maio 2013. p. 13.

⁶⁶Dados do relatório “Corporate Bond Issuance in Europe”, elaborado pelo *Deutsche Bank Research*. Disponível em: <www.dbresearch.com>. Acesso em: 1 maio 2013. p. 14.

Figura 1 - Volume de emissões de *bonds* no mercado de capitais do Leste Asiático, de 2009 a 2012



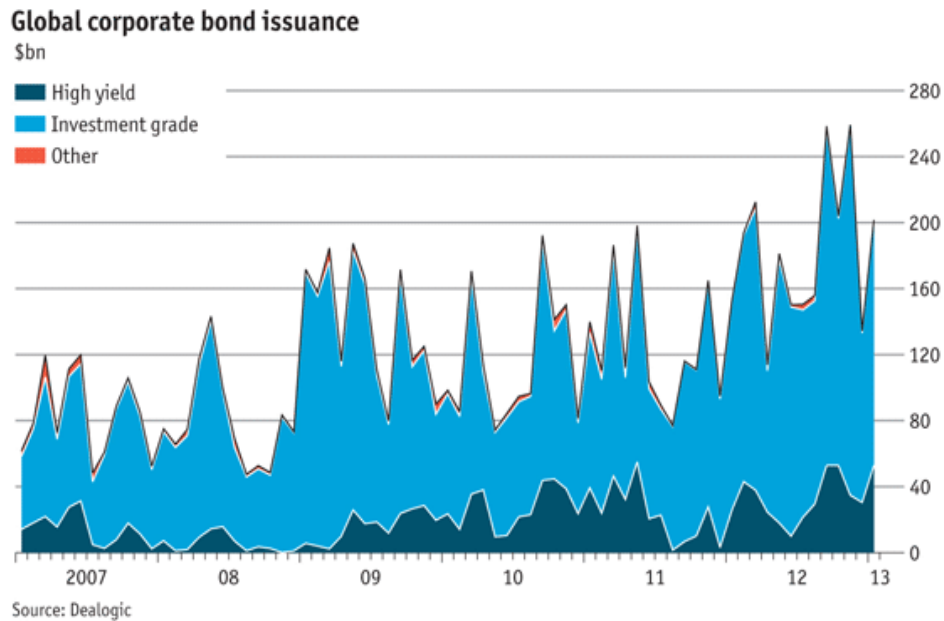
Fonte: *Asian Development Bank*

Sob uma perspectiva global, o ano de 2012 apresentou volume recorde de emissões de dívidas *investment grade* e *high yield* pelas companhias. Segundo informado no *Financial Times*, o volume total de *corporate bonds* de baixo risco neste ano alcançou US\$ 1,7 trilhões, superando em 46% os números de 2011, enquanto as emissões globais de *high yield* alcançaram a marca de US\$ 419,2 bilhões⁶⁷. O gráfico abaixo, publicado na revista *The Economist*, traz dados a respeito do volume global de emissão de *corporate bonds* coletados desde 2007⁶⁸:

Figura 2 - Volume global de emissões de *corporate bonds*, de 2007 a meados de 2013:

⁶⁷ Disponível em: <<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fd0ae298-49f4-11e2-8002-00144feab49a.html#axzz2RzhVIcsQ>>. Acesso em: 1 maio 2013..

⁶⁸ Disponível em: <<http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2013/02/focus-0>>. Acesso em: 1 maio 2013.



Fonte: The Economist

Seguindo a tendência mundial, o mercado brasileiro de debêntures e de outros títulos de dívida também vem crescendo, tendo apresentado números expressivos nos últimos anos. Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), “do total de recursos levantados em 2012 pelas empresas [sic] - R\$ 234,9 bilhões - as captações domésticas de renda fixa responderam por 53,1%, enquanto as ofertas externas, também com títulos de dívida, tiveram participação de 40,8%” (BOLETIM ANBIMA, 2013a). As debêntures, individualmente consideradas, responderam por 62,3% do total de captações em 2012, totalizando um volume de R\$ 86,6 bilhões, distribuídos em 234 operações. (BOLETIM ANBIMA, 2013 a).

No entanto, a predileção pelas debêntures demonstrada pelas companhias em 2012 não é uma constante no mercado brasileiro. Conforme se depreende da figura abaixo (apresentada em milhões de reais), a captação de recursos por meio de debêntures divide espaço com as captações por meio de ofertas de ações, sendo, desde de 2011, a emissão de debêntures superior às de novas ações (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO, 2013):

Figura 3 - Volume de emissões primárias e secundárias no mercado de capitais brasileiro dos principais valores mobiliários, desde 1995

Ano	Ações	Debêntures	Notas Promissórias	CRI	FIDC
1995	1.935,25	6.883,38	1.116,68	0,00	0,00
1996	9.179,37	8.395,48	499,35	0,00	0,00
1997	3.965,21	7.517,78	5.147,01	0,00	0,00
1998	5.968,38	9.657,30	12.903,49	314,01	0,00
1999	4.638,79	6.676,38	8.044,00	12,90	0,00
2000	13.537,49	8.748,00	7.590,70	171,67	0,00
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403,00	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00
2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	14.300,00	86.615,00	22.637,00	9.947,00	5.593,00
2013	2.063,00	11.299,00	2.688,00	351,00	598,00

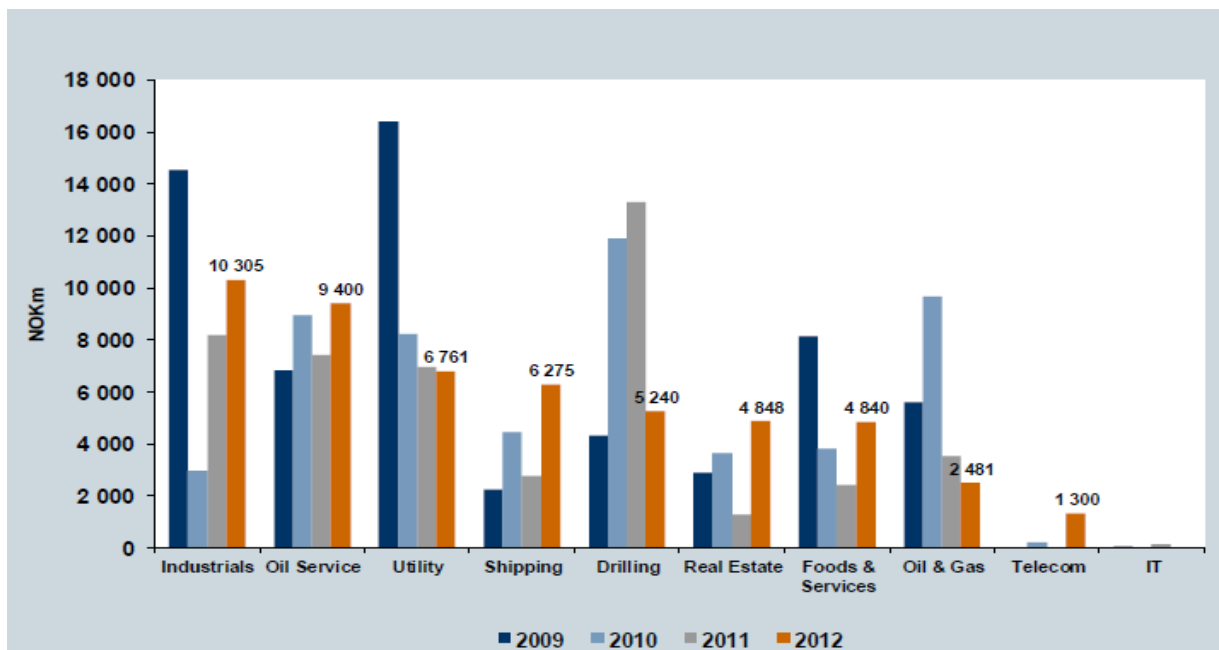
Fontes: CVM e ANBIMA Atualizado em: 09/04/2013

Fonte: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS e ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO.

Especificamente no que diz respeito ao financiamento da indústria do petróleo e do gás natural, percebe-se que as debêntures e outros *bonds* apresentam-se como formas de captação de recursos amplamente utilizadas pelas companhias. Nos últimos anos, captações relevantes ocorreram no mundo todo, com destaque para o mercado norte-americano, que em 2012 presenciou volume recorde de emissões de dívidas por companhias de óleo e gás, num total de US\$ 132 bilhões, dentre *investment grade* e *high yield*. (ROBINSON; FERGUSON, 2012). Além disso, identificou-se que 91 companhias não ranqueadas como de primeira linha por agências internacionais agora acessam o mercado de capitais norte-americano, e não mais 79. (ROBINSON; FERGUSON, 2012).

Também merece destaque o mercado de *bonds* da Noruega, maior produtor de petróleo na Europa e o segundo maior exportador de gás natural do mundo. (EIA, 2012). Apesar de não apresentar volumes expressivos de negociações, o mercado norueguês possui participação significativa de sociedades de óleo e gás. Conforme relatório da *Nordea Markets*, até julho de 2012, as emissões de *corporate bonds* das sociedades empresárias de navegação, de exploração de petróleo e gás e de serviços para a indústria corresponderam a 45% do valor total emitido, enquanto em 2011 este percentual foi de 59%. (PINEMONT, 2012). O gráfico abaixo demonstra de forma clara a relevância da indústria de óleo e gás no mercado norueguês (PINEMONT, 2012):

Figura 4 - Relevância da indústria de petróleo e gás na Noruega em relação aos outros setores corporativos, nos anos de 2009 a 2012:



Fonte: Nordea

No Brasil, no entanto, o financiamento da indústria do petróleo por meio de debêntures se mostrou muito abaixo da média internacional em 2011 e 2012. Segundo dados da ANBIMA, em 2012, as emissões de empresas deste setor representaram apenas 3,6% do volume total do ano (BOLENTIM ANBIMA, 2013), o equivalente a R\$ 3.118 bilhões, substancialmente acima de 2011, quando o volume emitido representou apenas 0,5% do total (BOLENTIM ANBIMA, 2013), ou seja, R\$ 242,5 milhões.

Comprovando o fato de que o Brasil ainda é um mercado pouco utilizado pelas sociedades empresárias do setor, pode-se citar exemplos de captações ocorridas em outros

mercados. Dentre algumas destas captações, destaca-se a emissão de US\$ 3,5 bilhões em títulos pela BP PLC (*British Petroleum*, renomeada de BP PLC), em setembro de 2010, quando esta companhia voltou ao mercado após o derramamento de óleo no Golfo do México⁶⁹, seguindo os passos da sua parceira no consórcio, a *Anadarko Petroleum Corp.*, que em agosto do mesmo ano emitira US\$ 2 bilhões em *bonds*⁷⁰, ambas ocorridas no mercado norte-americano.

Nos demais mercados internacionais, é de se ressaltar duas recentes captações: a da chinesa Sinopec (*China Petroleum & Chemical Corporation*), ocorrida em abril de 2013, no valor de US\$ 3,5 bilhões em títulos, na bolsa de Hong Kong (NG, 2013), e a da petrolífera estatal russa, *Oil Company Rosneft OJSC*, que levantou, em dezembro de 2012, US\$ 3 bilhões, por meio da emissão de *eurobonds*⁷¹ em mercados internacionais. (ROSNEFT..., 2012).

Por fim, merece destaque a emissão de US\$ 7 bilhões em títulos feita pela Petrobras em mercados internacionais em fevereiro de 2012, que consistiu na maior oferta internacional de títulos por uma companhia brasileira e uma das maiores emissões de dívida nos mercados emergentes nos últimos anos. (PETROBRAS, 2012). É de se notar a opção da estatal brasileira por mercados estrangeiros, onde a oferta de crédito ainda é substancialmente maior. Segundo informado no site da própria companhia, 58,4% da captação se deu nos Estados Unidos, enquanto 28,1% ocorreu na Europa. (PETROBRAS, 2012).

3.5 A emissão de debêntures conversíveis em ações pela Petrobras para captação de recursos para os investimentos no Pré-Sal

Tendo em vista que serão vultosos os investimentos nas áreas do Pré-Sal, a Petrobras precisará recorrer a alguma forma de captação de recursos, visto que as suas reservas não serão suficientes, conforme atestou a reportagem do site Brasil, Reportagem e Governo, publicada em julho de 2013:

Alguns indicadores de rentabilidade da Petrobras mostram uma deterioração de sua situação financeira. A margem operacional, medida pela relação entre o resultado operacional (que desconsidera o resultado financeiro e o pagamento de imposto de

⁶⁹ Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/e2c20b7e-cb06-11df-bf36-00144feab49a.html#axzz2RzhVIcsQ>>. Acesso em: 1 maio 2013.

⁷⁰ Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/e2c20b7e-cb06-11df-bf36-00144feab49a.html#axzz2RzhVIcsQ>>. Acesso em: 1 maio 2013.

⁷¹ Títulos negociados em moeda que não a do país ou mercado onde estão sendo negociados.

renda) e a receita líquida, era de 29,6% no início de 2006. Depois caiu para 21,3% no final de 2007, recuperou-se para 24,9% no final de 2009 e, a partir daí, vem caindo continuamente, chegando a 10,3% no 1º trimestre deste ano.

Outro indicador de rentabilidade, o retorno sobre o capital investido (ROIC, na sigla em inglês), que consiste da relação percentual entre o resultado operacional e o valor do capital investido na empresa [sic], caiu de 29,2%, no início de 2006, para 18%, no início de 2009, 10,5%, no início de 2011, e 4,8%, no 1º trimestre deste ano. O ROIC de 4,8% é preocupante, pois indica que o retorno dos investimentos feitos na empresa [sic] está menor que seu custo de captação.

Outro indicador financeiro que piorou nos últimos anos foi o nível de endividamento. Entre 2008 e 2012, a dívida líquida triplicou, apesar de a empresa [sic] ter levantado dezenas de bilhões de reais na sua operação de capitalização em 2010. Ou seja, mesmo tendo feito uma venda bilionária de ações, a empresa [sic] ainda teve que ampliar seu endividamento.

Quando se compara o nível de endividamento com o EBITDA1 (que é o resultado antes do pagamento de impostos, depreciação e custos financeiros), a dívida líquida passou de 0,8 vezes o EBITDA do ano, em 2008, para 2,8 vezes, em 2012. A própria Petrobras considera que um nível confortável de endividamento seria de 2,5 vezes o EBITDA.

A perda de rentabilidade da empresa [sic] últimos anos refletiu-se no preço de suas ações. A Tabela 1 mostra que, desde 2008, as ações da Petrobras vêm rendendo menos que o Ibovespa. Já em relação a seus pares, medido pelo Amex Oil Index, a Petrobras somente teve desempenho melhor em 2009. Destaque-se que, desde 2010, enquanto o preço médio das ações das empresas petrolíferas vem aumentando, o valor das ações da Petrobras só tem caído. Em junho de 2013, a cotação da ação da Petrobras encontra-se nos níveis mínimos verificados desde a crise de 2008, cerca de 53% abaixo da cotação do final de 2009. (BRAGA; FREITAS, [200-]).

Sendo uma sociedade de economia mista constituída sob a forma de sociedade anônima, submetida à Lei nº 6.404/1976, a Petrobras poderá emitir valores mobiliários a fim de captar recursos, seja de forma particular ou pública. Com efeito, todas as características gerais das companhias aplicam-se às sociedades de economia mista, havendo algumas peculiaridades somente no que diz respeito ao atendimento do interesse público.

Ao optar sobre qual valor mobiliário emitir, a companhia escolhe o meio pelo qual obterá recursos para suprir suas necessidades financeiras, bem como o modo pelo qual pagará por esses créditos.

Conforme o disposto no artigo 52 da Lei das S.A., qualquer “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”.

Na hipótese de emissão de debêntures conversíveis em ações, há, segundo Nelson Eizirik, 2 (duas) razões principais, do ponto de vista econômico, que impulsionam a sociedade anônima a tomar tal decisão:

[...] (i) como se trata, na realidade, de um título de dívida, a conversão funciona como um “adoçante”, uma vantagem conferida ao seu tomador que permite à companhia emissora reduzir a taxa de juros; e (ii) a administração pode desejar captar recursos via emissão de ações, mas, como entende que sua cotação no mercado está baixa, com as debêntures conversíveis pode esperar que ela aumente,

quando então “forçará” a conversão, mediante o resgate ou a amortização de títulos. (EIZIRIK, 2011, p. 350-351).

Ao mesmo tempo,

[...] é dada a prerrogativa ao debenturista de optar por receber o pagamento do seu crédito em moeda ou bens, conforme o caso, ou em ações da companhia emissora. Possuem natureza de títulos de crédito impróprios, como as demais debêntures, assegurando aos seus titulares o direito de receber remuneração e vantagens adicionais conferidas na escritura de emissão, no seu vencimento. Também possuem natureza de título de legitimação, posto que conferem aos debenturistas a prerrogativa de se tornarem sócios da companhia emissora, caso eles optem pela conversão. (CASTRO, 2011, p. 72).

No caso presente, poderá a Petrobras planejar qual será o prazo do retorno financeiro da exploração e produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, e, assim, fixar o prazo para pagamento do principal para este mesmo período. Sendo as debêntures conversíveis em ações, é nesta época que o debenturista manifestará sua opção quanto à forma de recebimento, se em moeda ou bens ou se em ações da companhia emissora.

Assim, a Petrobras deverá convocar uma assembleia geral, tendo em vista que é deste órgão a competência privativa para deliberar sobre tal emissão, de acordo com a previsão do artigo 59 da Lei das S.A. Desse modo, a assembleia geral deverá aprovar a emissão, tendo que fixar: (i) o seu valor ou os critérios de determinação do seu limite e a sua divisão em séries, se for o caso; (ii) o número e o valor nominal das debêntures; (iii) as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver; (iv) as condições de correção monetária, se houver; (v) a conversibilidade em ações e as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja com relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; (vi) a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida⁷²; (vii) o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; (viii) as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita; (ix) a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate; (x) a época e as condições do pagamento de juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver; e (xi) o modo de subscrição ou colocação e o tipo de debêntures.

Ressalte-se que, quando uma companhia decide emitir valores mobiliários, que possa alterar a proporção de participação acionária no capital social, é preciso que seja respeitado o direito de preferência dos antigos acionistas, nos termos do artigo 109, IV, da Lei das S.A.:

⁷² Conforme artigo 4º, §3º, do Estatuto Social da Petrobras, somente poderão ser emitidas ações preferenciais.

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

[...]

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

[...]

Portanto, na emissão pela Petrobras de quaisquer destes valores mobiliários (ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e/ou bônus de subscrição), os acionistas poderão optar em subscrever estes valores mobiliários, na proporção de suas ações, e, desse modo, continuar com a mesma participação acionária na companhia. Caso o(s) acionista(s) não acompanhe(m) a emissão, ele(s) será(ão) diluído(s), perdendo, então, percentual de sua participação. Segundo Nelson Eizirik,

O objetivo da Lei das S.A., ao inserir o direito de preferência como direito essencial do acionista, é o de permitir-lhe a manutenção de sua posição acionária por ocasião do aumento de capital; a conservação de tal posição repercute não só nos seus direitos patrimoniais como também nos políticos, uma vez que a Lei das S.A. exige percentuais mínimos para o exercício de determinados direitos de participação em colégios eleitorais, bem como nos direitos pessoais, para a propositura de medidas judiciais. (EIZIRIK, 2011, p. 603-604).

Esclareça-se que a faculdade de exercer o direito de preferência também se aplica às sociedades de economia mista. Contudo, tendo em vista que as ações com direito a voto devem pertencer, em sua maioria, à União, nos termos do artigo 5º, III, do Decreto-Lei nº 200/1967, não basta a União possuir o direito de preferência. Enquanto controlador de uma sociedade de economia mista, a entidade indireta da administração pública indireta deverá acompanhar a emissão dos valores mobiliários de modo que permaneça com, ao menos, 50% mais uma ação com direito a voto da companhia; não deve haver possibilidade de o controlador perder seu *status* de acionista majoritário. Também poderá a União ceder o seu direito de preferência (ou parte dele), desde que mantenha o controle da sociedade de economia mista.

De outro lado, destaca-se que, na hipótese da emissão de valores mobiliários que não influenciem na alteração do controle, tais como ações preferenciais sem direito a voto, debêntures conversíveis em ações e/ou bônus de subscrição, o ente público controlador pode deixar de acompanhar a emissão.

Essa possibilidade de “não influência” na alteração do controle pode ocorrer por duas formas: (i) quando houver a emissão de ações preferenciais, partes beneficiárias conversíveis em ações preferenciais, debêntures conversíveis em ações preferenciais sem direito a voto,

e/ou bônus de subscrição de ações preferenciais sem direito a voto; ou (ii) quando a emissão de ações ordinárias, partes beneficiárias conversíveis em ações ordinárias, debêntures conversíveis em ações ordinárias, e/ou bônus de subscrição de ações ordinárias ocorrer em quantidade que, mesmo que o controlador não acompanhe a emissão, ele permaneça com ações ordinárias suficientes para mantê-lo no controle.

Outro mecanismo que pode ser adotado para evitar a modificação da estrutura do capital votante da sociedade de economia mista é a previsão, seja na lei autorizadora, seja no estatuto social, de disposição que proíba a emissão de qualquer valor mobiliário que outorgue diretamente, ou por opção de conversão, direito de voto ao seu titular. Nesse sentido, o Estatuto da Petrobras prevê que:

Art. 4º, § 3º. O capital social poderá ser aumentado com a emissão de ações preferenciais, sem guardar proporção com as ações ordinárias, respeitado o limite legal de dois terços do capital social, bem como observado o direito de preferência de todos os acionistas.

Este dispositivo trata da proporção entre as ações ordinárias e preferenciais das companhias. Atualmente, o artigo 15, §2º, da Lei das S.A. determina que “o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.” Ou seja, caso a sociedade anônima opte por emitir debêntures conversíveis em ações preferenciais, deverá ser realizado um cálculo para que, na hipótese de todas as debêntures serem convertidas, as ações preferenciais da companhia atinjam, no máximo, a mesma quantidade das ações ordinárias.

Frise-se que tal regra foi inserida pela Lei nº 10.303/2001, visto que até então a redação do §2º do artigo 15 da Lei nº 6.404/1976 determinava que o “número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 (dois terços) do total das ações emitidas”. Por tal motivo, o artigo 8º dessa lei modificadora da Lei das S.A. previu que:

Art. 8º A alteração de direitos conferidos às ações existentes em decorrência de adequação a esta Lei não confere o direito de recesso de que trata o art. 137 da Lei no 6.404, de 1976, se efetivada até o término do ano de 2002.

§ 1º A proporção prevista no § 2º do art. 15 da Lei no 6.404, de 1976, será aplicada de acordo com o seguinte critério:

I - imediatamente às companhias novas;

II - às companhias fechadas existentes, no momento em que decidirem abrir o seu capital; e

III - as companhias abertas existentes poderão manter proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões de ações.

§ 2º Nas emissões de ações ordinárias por companhias abertas que optarem por se adaptar ao disposto no art. 15, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, com a redação que lhe

é conferida por esta Lei, poderá não ser estendido aos acionistas titulares de ações preferenciais, a critério da companhia, o direito de preferência a que se refere o art. 171, § 1º, alínea b, da Lei nº 6.404, de 1976. Uma vez reduzido o percentual de participação em ações preferenciais, não mais será lícito à companhia elevá-lo além do limite atingido.

§ 3º As companhias abertas somente poderão emitir novas ações preferenciais com observância do disposto no art. 17, § 1º, da Lei nº 6.404, de 1976, com a redação dada por esta Lei, devendo os respectivos estatutos ser adaptados ao referido dispositivo legal no prazo de 1 (um) ano, após a data de entrada em vigor desta Lei.

§ 4º Até a assembleia geral ordinária que se reunir para aprovar as demonstrações financeiras do exercício de 2004, inclusive, o conselheiro eleito na forma do § 4º, inciso II, ou do § 5º do art. 141, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, será escolhido em lista tríplice elaborada pelo acionista controlador; e, a partir da assembleia-geral ordinária de 2006, o referido conselheiro será eleito nos termos desta Lei, independentemente do mandato do conselheiro a ser substituído.

Assim, por se enquadrar no artigo 8º, III, da Lei nº 10.303/2001, a Petrobras deve observar o limite legal de 2/3 de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas.

No caso presente, poderá a Petrobras planejar qual será o prazo do retorno financeiro da exploração e produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos, e, assim, fixar o prazo para pagamento do principal para este mesmo período. Sendo as debêntures conversíveis em ações, é nesta época que o debenturista manifestará sua opção quanto à forma de recebimento, se em moeda ou bens ou se em ações da companhia emissora.

A respeito da fixação do preço de emissão, a doutrina se divide quanto à possibilidade de emissão de debêntures conversíveis com deságio. Segundo Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto,

[...] Na emissão de debêntures conversíveis em ações com deságio não há uma quebra do princípio que veda o lançamento de ações por valor inferior ao valor nominal. É que o preço da debênture será apurado por ocasião da opção. Nesse dia, o investidor tem um débito integral, isto é, do valor nominal e, conseqüentemente, a sociedade teria que pagar-lhe esta importância. Portanto, se, em vez de dar-lhe dinheiro, entrega-lhe uma ação, esta está sendo vendida pelo valor nominal. O tomador da debênture adquiriu a ação com a importância que tinha a receber, que, evidentemente, era superior ao desembolsado. (PEIXOTO, 1978, p. 33).⁷³

Em sentido contrário, Carvalhosa (2011b, p. 774) defende, acertadamente, que:

Na medida em que a lei societária veda a emissão de ações abaixo de seu valor nominal (art. 13), pode-se questionar acerca da possibilidade de emissão de debêntures conversíveis abaixo do par. Respeitável corrente doutrinária entende que a emissão com deságio não quebraria o princípio de paridade exigido para a emissão de ações. Isto porque o preço da debênture seria apurado por ocasião da conversão; momento em que a sociedade emissora teria um débito integral, ou seja, de valor nominal, devendo, em consequência, pagar essa importância. Assim, se em vez do pagamento há entrega de ações, estariam elas sendo subscritas pelo valor nominal.

⁷³ Nesse mesmo sentido, Leães (1978, p. 33).

Tal opinião não pode prevalecer, pois o valor de emissão deliberado pela assembleia geral deverá levar em conta os parâmetros do art. 170. Declarado, dessa forma, o valor nominal da debênture, não pode a administração colocá-la com deságio. Nesse caso, estaria sendo inobservada a relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações. Haveria, ademais, a emissão pela companhia de ações com valor nominal maior que aquele recebido em decorrência dessa mesma subscrição. Duplo prejuízo, portanto, para os acionistas originários e para a própria companhia, que teria um capital subscrito nominal maior do que o efetivamente integralizado. Daí se conclui que, para a proteção dos acionistas quanto à diluição do seu capital e para a companhia e seus credores, no que respeita à exatidão do valor efetivo do capital subscrito, seria inadmissível esse procedimento.⁷⁴

Tal opção pode ser vantajosa tanto para o debenturista, quanto para a Petrobras, pois o debenturista poderá avaliar o preço das ações da companhia no mercado e verificar se, para ele, é mais atrativo receber o valor principal ou as ações. Para a Petrobras, se o debenturista optar em converter as suas ações, ela não terá que desembolsar qualquer quantia, somente alterar o valor de seu capital social e, se o proprietário do título escolher não converter suas debêntures, a sociedade pagará o montante devido, que foi aplicado em seus projetos no curso dos anos com a expectativa de um bom retorno financeiro. Vale ressaltar que a companhia não poderá se recusar a emitir as ações necessárias ao pagamento do crédito do investidor.

A companhia emissora tem a faculdade de escolher a forma de remuneração das debêntures que serão emitidas, nos termos do artigo 56 da Lei das S.A.: (i) juros fixos ou variáveis; (ii) participação nos lucros; e/ou (iii) prêmio de reembolso. Assim, a Petrobras poderá escolher uma ou mais dessas modalidades de remuneração para oferecer aos futuros debenturistas.

Apesar de o artigo 56 admitir a remuneração das debêntures como uma possibilidade, muitos autores defendem que seria uma obrigatoriedade por parte do tomador do empréstimo pagar juros, que seriam inerentes às debêntures. Mesmo sem fazer alguma referência expressa, tal entendimento baseia-se no fato do artigo 591 do Código Civil prever que “destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual”. Desse modo, esclarece Carvalhosa (2011b, p. 647-649):

Fica então reafirmado o princípio da onerosidade e comercialidade da debênture, que não poderá deixar de oferecer vantagem pecuniária, compativelmente remuneratória do capital mutuado.

[...]

Os juros constituem, como referido, a forma necessária de remuneração dos recursos emprestados pelos debenturistas à companhia. Sendo a remuneração própria do capital mutuado, os juros serão sempre devidos.

Assim, mesmo na hipótese de os juros não serem convencionados, seriam eles, de qualquer forma, exigíveis, na presunção legal de terem as partes anuído no

⁷⁴ Nesse mesmo sentido ver Castro (2011, p. 73-74).

prevalhecimento da taxa máxima permitida pela lei de usura, ou seja, o dobro da taxa legal: 12% ao ano.

De toda a sorte, dificilmente alguma companhia conseguiria que suas debêntures tivessem aceitabilidade no mercado se não oferecessem essa forma remuneratória. (CASTRO, 2011, p. 57-58).

Uma vez criadas, tais debêntures serão emitidas, para subscrição pública ou particular. O modo de subscrição é definido pela assembleia geral extraordinária, conforme artigo 59, VIII, sendo que a grande distinção está, fundamentalmente, nos destinatários das debêntures a serem emitidas.

A subscrição pública caracteriza-se, basicamente, pelo fato de ser realizada uma oferta pública para que os aderentes à oferta subscrevam os títulos ofertados. Com efeito, a oferta pública é a “operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante o apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais” (EIZIRIK, 2011, p. 139). e, para tanto, o ofertante terá que submeter a oferta à registro na CVM (artigo 19, *caput*, da Lei nº 6.385/1976) e contratar instituição financeira para atuar como intermediador da captação de recursos (*underwriting*) (artigo 19, §4º, da Lei nº 6.385/1976 c/c com artigo 59 da Instrução CVM nº 400/2003).

Por sua vez, a subscrição privada efetiva-se perante a oferta particular dos valores mobiliários a um número limitado de pessoas, não sendo necessária a contratação do *underwriter*, nem o registro da oferta junto à CVM.

Subscritas as debêntures conversíveis, o seu titular tem a opção de conservar a sua debênture até o vencimento ou de passar do *status* de credor a acionista da companhia, mediante a conversão de debêntures em ações. Nesse período, entre o vencimento do título ou a conversão em ação, o debenturista “certamente analisará as condições de mercado e verificará se o valor das ações, nas quais o seu título poderá ser convertido, supera o valor nominal do mesmo.” (CASTRO, 2011, p. 72). Optando por converter a debênture em ação, a companhia terá a obrigação de emitir ações de seu capital.

Nesse sentido, esclarece Eizirik (2011, p. 351-353):

A debênture conversível permite à companhia captar recursos sem a necessidade de emitir imediatamente ações representativas de seu capital e, face à opção que tem o debenturista de se manter titular das debêntures até o seu vencimento ou convertê-las em ações, a companhia pode praticar taxas de juros mais baixas comparativamente aos juros das debêntures simples. O titular da debênture, por sua vez, dispõe da oportunidade de analisar, durante um longo período, os resultados da companhia e o comportamento de suas ações no mercado e decidir o que lhe é mais conveniente: tornar-se acionista – na hipótese do valor da conversão das ações ser inferior ao seu valor de mercado ou na expectativa de que os dividendos ou a

valorização das ações serão superiores aos juros das debêntures – ou manter-se credor – na hipótese e/ou expectativa inversa.

As debêntures conversíveis implicam em obrigação da companhia de emitir ações de seu capital no momento em que o debenturista, a seu exclusivo critério, exerce a opção de conversão de suas debêntures em ações. A decisão de conversão é do debenturista, observadas as condições constantes da escritura de emissão, ou seja, é uma decisão individual e que independe de deliberação em assembleia de debenturistas. A conversão constitui, assim, um direito potestativo do debenturista. O debenturista tem a faculdade de exercer a conversão até a data do vencimento das debêntures; após esse prazo não poderá mais ser exercido esse direito, salvo estipulação em contrário na escritura de emissão. A data em que o debenturista exerce a opção pela conversão é a que prevalece para efeitos de emissão do correspondente número de ações.

A companhia não precisará convocar uma assembleia geral de acionistas para deliberar a respeito do aumento de capital oriundo da conversão das debêntures em ações, visto que “a emissão de ações para fins de conversão já terá sido devidamente aprovada no momento da deliberação da assembleia geral de acionistas ao admitir a emissão de títulos dessa espécie.” (CASTRO, 2011, p. 73). Para Eizirik (2011, p. 355-356), “o aumento de capital decorrente da conversão de debêntures é automático e não depende de deliberação de assembleia geral. Dentro dos 30 (trinta) dias subsequentes à efetivação do aumento, a companhia requererá ao Registro Público de Empresas Mercantis a sua averbação [...]” Esse aumento de capital é “automático”, isto é, sem necessidade de assembleia geral para aprovar a modificação do capital social, uma vez que o artigo 166, III, da Lei das S.A. prevê que “O capital social pode ser aumentado por conversão, em ações, de debêntures ou partes beneficiárias e pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição, ou de opção de compra de ações”.

Frise-se que, a fim de proteger os interesses dos detentores das debêntures conversíveis, o § 2º do artigo 57 da Lei das S.A. estabelece que, durante o período em que puder ser exercido o direito à conversão, fica sujeita à prévia aprovação em assembleia de debenturistas, ou pelo agente fiduciário da emissão, a alteração do estatuto social da companhia emissora relativa às seguintes matérias (i) alteração do objeto social; (ii) criação de ações preferenciais; ou (iii) modificação das vantagens das ações preferenciais existentes com prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures.

Com feito, não há limitação ao valor dessa hipotética emissão, visto que a Lei nº 12.431/2011 revogou o artigo 60 da Lei das S.A.⁷⁵, que previa restrições aos valores das emissões de debêntures.

⁷⁵ Art. 60. Excetuados os casos previstos em lei especial, o valor total das emissões de debêntures não poderá ultrapassar o capital social da companhia. § 1º Esse limite pode ser excedido até alcançar: a) 80% (oitenta por cento) do valor dos bens gravados, próprios ou de terceiros, no caso de debêntures com garantia real; b) 70%

Ademais, a Petrobras poderá realizar mais de uma emissão e também tem a possibilidade de dividir a emissão em séries, conforme faculta o artigo 53 da Lei das S.A. No caso de ser uma só emissão, com mais de uma série, todas as debêntures da mesma série deverão possuir o mesmo valor nominal e conferir os mesmos direitos a todos os seus titulares.

A Petrobras poderá procurar um investidor ou um grupo de investidores para realizar uma oferta privada de ações, sendo certo que deverá ser oferecido o direito de preferência aos acionistas da mesma classe que as ações a serem convertidas pelas debêntures emitidas. Alternativamente, a Petrobras poderá realizar uma oferta pública de debêntures conversíveis em ações, seja no mercado de capitais brasileiro, seja no exterior.

Neste ano de 2013, o mercado de capitais brasileiro não está muito atrativo, tendo em vista a incerteza da economia, com um crescimento cada vez menor, conforme noticiado pela Míriam Leitão:

Várias empresas, nos últimos meses, têm desistido de lançar ações, fazer operações para aumento de capital. O jornal "Valor" publica hoje que a Klabin pode desistir de uma oferta pública; o presidente da GM na América do Sul, Jaime Ardila, diz que muitos investimentos privados devem ser adiados devido às dificuldades da economia brasileira. Vários casos desse tipo têm ocorrido: Oi, BNDESPar, Comgás e Votorantim, por exemplo, fariam captações, mas acabaram adiando.

A economia entrou em uma era de mais incerteza, com crescimento menor. Depois, a bolsa começou a cair muito, a situação internacional pesou, com o anúncio de mudança, no futuro, da política monetária americana, o que provocou um movimento de ida de investimento para os EUA, elevando a cotação do dólar no mundo inteiro, incluindo no Brasil.

Por tudo isso, os investidores acharam melhor esperar um momento mais propício para lançar os papéis. É um movimento natural, defensivo. Não é um indício de crise. Eles aproveitam os melhores momentos para fazer captações. Se o mercado de capitais está com incertezas, em queda, o dólar sobe muito e há dúvidas políticas, econômicas, revisão de cenário, é natural que essas empresas mudem os seus planos, esperando um pouco mais.

Há dúvidas sobre vários pontos, como o patamar de crescimento deste ano e de 2014, por exemplo. A incerteza ficou maior. Muita coisa aconteceu ao mesmo tempo. Os EUA, por exemplo, devem crescer pouco menos de 2% este ano, mas de 2008 para cá, a trajetória é de recuperação. O economista Samuel Pessoa, da FGV, me disse que as previsões não batem com a melhora do quadro de emprego. Afirma que houve queda do desemprego por desalento.

O Brasil está num quadro de incerteza não só por fatores externos. O governo tomou várias decisões erradas durante muito tempo. A resposta à crise de 2008 criou várias distorções na economia, e o preço está sendo cobrado agora em forma de inflação

(setenta por cento) do valor contábil do ativo da companhia, diminuído do montante das suas dívidas garantidas por direitos reais, no caso de debêntures com garantia flutuante. § 2º O limite estabelecido na alínea a do § 1º poderá ser determinado em relação à situação do patrimônio da companhia depois de investido o produto da emissão; neste caso os recursos ficarão sob controle do agente fiduciário dos debenturistas e serão entregues à companhia, observados os limites do § 1º, à medida em que for sendo aumentado o valor das garantias. § 3º A Comissão de Valores Mobiliários poderá fixar outros limites para emissões de debêntures negociadas em bolsa ou no balcão, ou a serem distribuídas no mercado. § 4º Os limites previstos neste artigo não se aplicam à emissão de debêntures subordinadas.

alta, crescimento baixo. E, mesmo com a economia fraca, o BC tem de subir juros para conter o IPCA elevado, o que derruba o nível de atividade. O ano começou com mais esperança do que se tem agora. Saiu hoje, por exemplo, que o comércio ficou parado em maio, enquanto a indústria, como se sabe, teve queda de 2%. Os analistas estão com o pé atrás em relação ao rumo que a economia vai tomar. (LEITAO, 2013).

Desse modo, com o cenário brasileiro não sendo tão atrativo para emissão de debêntures nesse momento de incertezas, surge como uma opção a colocação dessas debêntures no mercado estrangeiro. Neste caso, o valor nominal da debênture não precisará ser expresso em moeda nacional, podendo ser estipulado o pagamento em dólar norte-americano, por exemplo, o que certamente será mais atrativo para os investidores de fora do Brasil.

Essa possibilidade existe porque o artigo 54 da Lei das S.A. estabelece que:

Art. 54. A debênture terá valor nominal expresso em moeda nacional, salvo nos casos de obrigação que, nos termos da legislação em vigor, possa ter o pagamento estipulado em moeda estrangeira.

§ 1º A debênture poderá conter cláusula de correção monetária, com base nos coeficientes fixados para correção de títulos da dívida pública, na variação da taxa cambial ou em outros referenciais não expressamente vedados em lei.

§ 2º A escritura de debênture poderá assegurar ao debenturista a opção de escolher receber o pagamento do principal e acessórios, quando do vencimento, amortização ou resgate, em moeda ou em bens avaliados nos termos do art. 8º.

E o Decreto-Lei nº 857/1969, que consolidou a legislação sobre moeda de pagamento de obrigações exequíveis no Brasil, prevê que:

Art. 1º São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro [real].

Art. 2º **Não se aplicam as disposições do artigo anterior:**

I - aos contratos e títulos referentes a importação ou exportação de mercadorias;

II - aos contratos de financiamento ou de prestação de garantias relativos às operações de exportação de bens de produção nacional, vendidos a crédito para o exterior;

III - aos contratos de compra e venda de câmbio em geral;

IV - aos empréstimos e quaisquer outras obrigações cujo credor ou devedor seja pessoa residente e domiciliada no exterior, excetuados os contratos de locação de imóveis situados no território nacional;

V - aos contratos que tenham por objeto a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação das obrigações referidas no item anterior, ainda que ambas as partes contratantes sejam pessoas residentes ou domiciliadas no país.

Parágrafo único. Os contratos de locação de bens móveis que estipulem pagamento em moeda estrangeira ficam sujeitos, para sua validade a registro prévio no Banco Central do Brasil. (grifo nosso)

Assim, se for colocada no exterior, a “debênture estrangeira” será uma obrigação cujo credor estará residente e domiciliado fora do território nacional, podendo portanto a escritura estipular o valor nominal e o pagamento em qualquer moeda.

Com efeito, no caso da emissão de debêntures com garantia real ou fluante de bens localizados no Brasil, deverá ser observado o disposto no artigo 73 da Lei das S.A., ou seja, a emissão deve ser submetida ao BACEN para que este autorize a operação, *in verbis*:

Art. 73. Somente com a prévia aprovação do Banco Central do Brasil as companhias brasileiras poderão emitir debêntures no exterior com garantia real ou fluante de bens situados no País.

§ 1º Os credores por obrigações contraídas no Brasil terão preferência sobre os créditos por debêntures emitidas no exterior por companhias estrangeiras autorizadas a funcionar no País, salvo se a emissão tiver sido previamente autorizada pelo Banco Central do Brasil e o seu produto aplicado em estabelecimento situado no território nacional.

§ 2º Em qualquer caso, somente poderão ser remetidos para o exterior o principal e os encargos de debêntures registradas no Banco Central do Brasil.

§ 3º A emissão de debêntures no estrangeiro, além de observar os requisitos do artigo 62, requer a inscrição, no registro de imóveis, do local da sede ou do estabelecimento, dos demais documentos exigidos pelas leis do lugar da emissão, autenticadas de acordo com a lei aplicável, legalizadas pelo consulado brasileiro no exterior e acompanhadas de tradução em vernáculo, feita por tradutor público juramentado; e, no caso de companhia estrangeira, o arquivamento no registro do comércio e publicação do ato que, de acordo com o estatuto social e a lei do local da sede, tenha autorizado a emissão.

§ 4º A negociação, no mercado de capitais do Brasil, de debêntures emitidas no estrangeiro, depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Ou seja, as debêntures emitidas no exterior com garantia real ou fluante devem passar pelo crivo do BACEN, tendo esta imposição o objetivo de proteger o credor por obrigações contraídas no Brasil, conforme esclarece a exposição de motivos da Lei das S.A.:

O artigo 73 visa a proteger o credor da companhia por obrigações contraídas no País, preenchendo lacuna da legislação em vigor: atualmente, os titulares de debêntures emitidas no estrangeiro preferem os credores por obrigações contraídas no País, ainda que o produto da emissão das debêntures não tenha sido aplicado em estabelecimento no território nacional.

O preceito do artigo 73 não tem significação prática no caso de empréstimos contraídos no exterior por companhias brasileiras, para aplicação no País, que estão sujeitos a prévia autorização do Banco Central e cujo registro - para efeitos de remessa de amortização e juros - pressupõe a transferência dos recursos para o Brasil. Já houve, todavia, no passado, emissão de debêntures no exterior por companhias estrangeiras autorizadas a funcionar no País; e companhias brasileiras que tenham ou venham a ter filiais em países estrangeiros poderão ali emitir debêntures, para financiamento de operações locais, sem transferência do seu produto para o País. Os credores por essas debêntures podem cobrar-se de seus créditos executando os bens que a companhia emissora possui no Brasil, mesmo que não possam transferir para o exterior o produto dessa cobrança, por falta de registro de empréstimo no Banco Central. O artigo 73 protege os demais credores da companhia no Brasil, assegurando-lhes preferência em relação a esses debenturistas estrangeiros.

Caso não haja a aprovação do BACEN, os bens situados no Brasil não garantem a dívida emitida no exterior. (MENDONÇA, 1988, p. 42). Segundo Lazzareschi Neto (2012, p. 158), “o registro e a fiscalização do Banco Central visa [a] evitar a remessa, circulação e reingresso ilícito de capitais”.

Com efeito, essas debêntures, mesmo que emitidas no exterior, podem ser negociadas no Brasil, desde que haja autorização da CVM, nos termos do artigo 73, §4º, da Lei das S.A. As debêntures emitidas no exterior por companhias estrangeiras – ou seja, as “debêntures estrangeiras” – também podem ser distribuídas no mercado de capitais brasileiro, desde que tenham o deferimento da CVM do pedido de autorização para tal.

Passando ao exame das debêntures emitidas no Brasil, tem-se a possibilidade de colocá-las no mercado interno ou no exterior. Em quaisquer desses mercados, a oferta das debêntures de forma privada normalmente é realizada de forma direta com o investidor, sem necessidade de um intermediário. Já a oferta pública de tais debêntures dependerá das normas de cada mercado.

Em relação à colocação das debêntures emitidas no Brasil em mercados estrangeiros, Borba (2005, p. 186-187) esclarece que:

[...] a colocação das debêntures no exterior demandará a intermediação de uma instituição financeira, que funcionará como *underwriting*, para efeito de distribuição dos papéis. No comum dos casos, esse agente promoverá todos os registros e aprovações necessários, a fim de que os valores mobiliários consistentes nas debêntures possam ser objeto de negociação nos respectivos mercados. No mercado norte-americano, a tendência será a substituição das debêntures pela ADR's (*american depository receipt*), ou mais especificamente APC's (*american participation certificates*), que representarão os títulos mantidos em poder do *underwriter*.

Essa substituição das debêntures por “APCs”, ou seja, por certificados americanos de participação, significa dizer que uma instituição financeira – que pode ser o próprio *underwriting* – será o *trustee*, ou seja, terá a propriedade formal das debêntures e emitirá os APCs. Os investidores adquirirão estes APCs e não precisarão tratar com a companhia emissora, mas sim com o *trustee*, o qual repassará os valores relativos a juros, amortização e resgate. Por sua vez, o *trustee* exercerá todos os direitos de credor junto à emissora das debêntures, em nome próprio, mas no interesse dos titulares dos APCs. Caso queiram, os titulares dos APCs podem solicitar ao *trustee* a troca dos APCs pelas próprias debêntures. (BORBA, 2005).

Para colocação das debêntures no mercado de capitais brasileiro, a companhia emissora deverá observar o disposto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, visto que as

debêntures são valores mobiliários e este dispositivo determina que toda e qualquer emissão de valores mobiliários devem ser registrada na CVM. Segundo Eizirik (1996, p. 37-48),

O registro da emissão pública de debêntures objetiva basicamente proteger os tomadores dos valores mobiliários, impondo à companhia a obrigação de prestar as informações previstas na lei e na regulamentação administrativa da CVM.

Assim, a distribuição pública de debêntures pode ocorrer de duas formas: por meio da Instrução CVM nº 400/2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário e secundário, e da Instrução CVM nº 476/2009, que trata das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. No caso das debêntures padronizadas, deverão ser observadas as normas da Instrução CVM nº 404/2004.

Desse modo, as debêntures conversíveis em ações se apresentam como uma alternativa viável e atrativa à Petrobras para a captação de recursos os quais precisarão ser investidos na exploração e produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos na camada do Pré-Sal, desde que, para tanto, assegure o controle da União após a subscrição de tais títulos pelos investidores, bem como a proporcionalidade entre as suas ações ordinárias e preferenciais.

Conclusão

No Brasil, as debêntures constituem uma das formas mais antigas de captação de recursos das companhias, visto que o primeiro diploma legal que previu a contratação de empréstimos pelas companhias por meio de obrigações ao portador foi a Lei nº 3.150/1882. Mediante o Decreto nº 8.821/1882, o vocábulo “debênture” passou a ser utilizado no ordenamento jurídico brasileiro. Desde então, esta forma de mútuo vem se aprimorando, assegurando, tanto ao credor, quanto ao devedor, regras mais claras a respeito da emissão de tais títulos, da remuneração e garantias, entre outras.

O regime jurídico das debêntures está disposto nos artigos 52 a 74 da Lei nº 6.404/1976, o qual sofreu alterações introduzidas pela Medida Provisória nº 517/2010, convertida na Lei nº 12.431/2011. O objetivo de tais modificações foi tornar mais flexível o processo de emissão de debêntures e de viabilizar a formação de um mercado secundário mais dinâmico para esses papéis. Essa reforma se inseriu em um amplo conjunto de medidas destinadas a aprimorar o regime das debêntures, instrumentos considerados essenciais para permitir o financiamento de longo prazo de sociedades no Brasil.

Com efeito, a exposição de motivos da referida Medida Provisória esclarece que esse novo regime de debêntures deve vir a auxiliar as sociedades em geral, mas em especial àquelas que investirão em “áreas de infraestrutura” ou “produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação”, uma vez que as “debêntures de infraestrutura”, tratada no subitem 3.4.2, poderão oferecer maiores vantagens aos seus subscritores, pois possuirão o incentivo de redução do Imposto de Renda devido sobre os seus rendimentos.

Assim, cada vez mais o legislador vem aprimorando as debêntures para que estas se tornem uma das maneiras mais atrativas das sociedades anônimas financiarem suas empresas. As atividades que certamente precisarão de financiamento são a exploração e a produção de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos nas áreas do Pré-Sal.

Foi em julho de 2005 que a Petrobras anunciou a descoberta dos primeiros sinais de petróleo na camada do Pré-Sal da Bacia de Santos. Além de ser em grande quantidade o petróleo encontrado também se destaca pela qualidade, visto ser do tipo leve, com melhor “custo x benefício”. A partir de então houve estudos de diversos acadêmicos e profissionais para discutir a regulação do Pré-Sal, tendo em vista ser distinto o modo de produção e exploração nas áreas até então concedidas e as descobertas. Uma comissão interministerial foi criada para estudar e propor alterações na legislação, que teve como resultado a edição das Leis nºs (i) 12.351/2010, que alterou a Lei do Petróleo e previu o modelo de partilha de

produção; (ii) 12.304/2010, que criou a empresa pública denominada Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A. (PPSA); e (iii) 12.276/2010, que autorizou a União a ceder onerosamente à Petrobras, sem necessidade de licitação, o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo em áreas não concedidas localizadas no Pré-Sal.

De acordo com o novo marco legal, a Petrobras será a responsável pela condução e execução, direta ou indireta, de todas as atividades de exploração, avaliação, desenvolvimento, produção e desativação das instalações de exploração e produção nas áreas do Pré-Sal e estratégicas, conforme Lei nº 12.351/2010, tendo participação mínima, de 30% nos consórcios que vierem sagrar-se vencedores das licitações de áreas do Pré-Sal. Assim, a Petrobras precisará captar recursos para, nos próximos anos, conseguir satisfazer os investimentos que serão necessários para atender essa nova demanda.

Em 15.03.2013, a Petrobras publicou, por meio de Fato Relevante, seu Plano de Negócios para os anos de 2013 a 2017. De acordo com tal Fato Relevante, o Conselho de Administração da Petrobras “aprovou o Plano de Negócios e Gestão 2013-2017 (PNG-2013-17), com investimentos totalizando US\$236,7 bilhões, mantendo o mesmo nível de investimentos do último Plano, sendo US\$207,1 bilhões referentes à carteira em implantação.” (PETROBRAS, 2013). Ainda segundo este documento, US\$147.500.000.000,00 (cento e quarenta e sete bilhões e quinhentos milhões de reais) serão investidos no segmento de Exploração e Produção (*upstream*) no Brasil, sendo que “os investimentos no Pré-Sal e Cessão Onerosa correspondem a 68% do valor total investido em desenvolvimento da produção” (PETROBRAS, 2013).

Em julho de 2013 foram divulgadas as minutas do edital e do contrato de partilha de produção relativas à 1ª Rodada de Licitação do Pré-Sal, com o objetivo de o contratante explorar o campo Libra, que teve sua descoberta anunciada em 2010. Esta área encontra-se situada a 183 km da costa do Rio de Janeiro, em lâmina d'água de 1.964 m. A região tem até cerca de 15 bilhões de barris de petróleo recuperável, segundo a ANP, em 2010. A estimativa mais provável, contudo, era de 7,9 bilhões de barris à época. O vencedor desta licitação somente será conhecido, de acordo com o cronograma das referidas minutas, em outubro de 2013.

A Petrobras, operadora de todos os contratos no modelo de partilha de produção, poderá utilizar-se da emissão de debêntures para capitalizar-se, as colocando no mercado de capitais brasileiro ou no exterior. A Petrobras, desde sua criação como companhia aberta,

possui uma atuação bem vigorosa no mercado de capitais, tendo credibilidade com os investidores.

Cabe ressaltar que a assembleia geral que aprovar a emissão de debêntures conversíveis em ações deve considerar que (i) a Petrobras é uma sociedade de economia mista, devendo, portanto, a União sempre deter, ao menos, 50% mais uma ação com direito a voto; (ii) o número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar 2/3 do total de ações emitidas, tendo em vista o disposto no artigo 8º, §1º, III, da Lei nº 10.303/2001.

As debêntures possuem diversas vantagens, uma vez que, como consta no subcapítulo 3.4, permite a emissora uma maior flexibilidade quanto aos juros pagos e ao prazo de vencimento, por exemplo, pois é a assembleia geral, ou o conselho de administração, conforme o caso, que determinará as condições das debêntures. Essa possibilidade de própria companhia poder escolher as características também faz com que tal título sobressaia comparativamente às notas comerciais promissórias, aos empréstimos obtidos junto às instituições financeiras ou até mesmo a uma emissão de novas ações. Ademais, o próprio mercado de debêntures vem se fortalecendo e se aprimorando, o que pode ser percebido pelo lançamento do Código NMRF e pelo funcionamento do Reune, os quais poderão dar maior transparência e contribuir com a liquidez do mercado secundário.

Assim, a emissão de debêntures conversíveis em ações se apresenta como forma de fomentar o financiamento da indústria do petróleo no País, em especial, para a exploração e produção de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos das áreas do Pré-Sal.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DO PETRÓLEO (Brasil). **11ª Rodada de Licitações atrai 71 Empresas**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/?pg=65375&m=&t1=&t2=&t3=&t4=&ar=&ps=&cachebust=1366579463905>>. Acesso em: 21 abr. 2013.

_____. **11ª Rodada de Licitações tem número recorde de habilitadas**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/?pg=65521&m=&t1=&t2=&t3=&t4=&ar=&ps=&cachebust=1366578176979>>. Acesso em: 20 abr. 2013.

_____. **11ª Rodada: mais 60 contratos assinados**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/?pg=67792&m=&t1=&t2=&t3=&t4=&ar=&ps=&cachebust=1378496531459>>. Acesso em: 6 set. 2013.

_____. **ANP divulga minutas do edital e do contrato da 1ª licitação do Pré-sal**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/?pg=66753&m=&t1=&t2=&t3=&t4=&ar=&ps=&cachebust=1373465731247>>. Acesso em: 10 jul. 2013.

_____. **ANP prorroga prazo da Consulta Pública de Libra**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <<http://www.anp.gov.br/?pg=66832&m=&t1=&t2=&t3=&t4=&ar=&ps=&cachebust=1374691619347>>. Acesso em: 24 jul. 2013.

_____. **Consulta Pública e Audiência Pública**. Rio de Janeiro: ANP, 2013. Disponível em: <http://www.brazil-rounds.gov.br/round_p1/portugues_p1/audiencia.asp>. **Acesso em: 11 jul. 2013.**

ARAGÃO, Alexandre Santos de. As Concessões e Autorizações Petrolíferas e o Poder Normativo da Agência Nacional do Petróleo. **Revista Tributária e de Finanças Públicas**, São Paulo, v. 44, p. 171-202, maio/jun. 2002.

ASCARELLI, Tullio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. Campinas: Red Livros, 1999.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO (Brasil). **Código ANBIMA de regulação e melhores práticas**. Rio de Janeiro: ANBIMA, [201-]. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/financas-corporativas/regulacao/novo-mercado-renda-fixa/Documents/C%20C3%B3digo%20Novo%20Mercado%20de%20Renda%20Fixa.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2013

_____. **Comparativo de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: [s.n.], 2013. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>>. Acesso em: 25 abr. 2013.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO (Brasil). **Como começou?**. Rio de Janeiro: ANBIMA, [201-]. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/nmrf/o_nmrf/como_comecou.asp>. Acesso em: 12 jun. 2013.

_____. **NMRF e Lei 12.431**. Rio de Janeiro: ANBIMA, [201-]. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/nmrf/o_nmrf/NMRFeLei12431.asp>. Acesso em: 12 jun. 2013.

_____. **Ofertas**. Rio de Janeiro: ANBIMA, [201-]. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/nmrf/ofertas.asp>>. Acesso em: 12 jun. 2013.

_____. **Vantagens**. Rio de Janeiro: ANBIMA, [201-]. Disponível em: <www.debentures.com.br/processodeemissao/vantagensdebenture.asp>. Acesso em: 3 maio 2013.

BALERONI, Rafael Baptista; PEDROSO JÚNIOR, Jorge Antônio. Pré-Sal: Desafios e uma Proposta de Regulação: In: RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá (Org.). **Novos Rumos de Direito do Petróleo**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 149-207.

BARROSO, Luís Roberto. **Regime jurídico da Petrobras, delegação legislativa e poder regulamentar**: validade constitucional do procedimento licitatório simplificado instituído pelo decreto nº 2.745/1998. [S.l.: s.n., 200-]. Disponível em: <<http://s.conjur.com.br/dl/parecer-luis-roberto-barroso-procedimento.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2013.

BORBA, Gustavo Tavares. **A desmaterialização dos títulos de crédito**. [S.l.: s.n., 200-]. Disponível em: <<http://www.borbaadvogados.com.br/public5.pdf>>. Acesso em: 6 set. 2013.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Das debêntures**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. Debêntures. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XVI, n. 26, p. 135-151, 1977.

_____. **Direito Societário**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

_____. **Sociedade de Economia Mista e Privatização**. Rio de Janeiro: Lúmen Juris, 1997.

BRAGA, Ailton; FREITAS, Paulo Springer de. **A Petrobrás conseguirá explorar plenamente o pré-sal?** [S.l.: s.n., 200-]. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/2013/07/01/a-petrobras-consequira-explorar-plenamente-o-pre-sal/>>. Acesso em: 11 jul. 2013.

BRASIL. Congresso Nacional. Câmara dos Deputados. Conselho de altos estudos e avaliação tecnológica. **Os desafios do Pré-Sal**. Relatores: Fernando Ferro, Paulo Teixeira. Brasília: Câmara, 2009. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/1925/desafios_pre_sal_conselho.pdf?sequence=1>. Acesso em: 15 dez. 2011.

BRASIL. Congresso Nacional. Senado Federal. Decreto n. 177 A, de 15 set. 1893. Regula a emissão de empréstimos em obrigações ao portador (debentures) das companhias ou sociedades anônimas. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF.

Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaPublicacoes.action?id=63912>>. Acesso em: 22 set. 2012.

BRASIL. Conselho de altos estudos e avaliação tecnológica. **Os desafios do Pré-Sal**. Relatores: Fernando Ferro, Paulo Teixeira. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2009b. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/1925/desafios_pre_sal_conselho.pdf?sequence=1>. Acesso em: 15 dez. 2011.

BRASIL, Francisco de Paula Eugênio Jardim de Souza. **Títulos de Crédito: o novo Código Civil – questões relativas aos títulos eletrônicos e do agronegócio**. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 82-83.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 303.825-SP. Rel. Min. Ruy Rosado de Aguiar. Dia do Julgamento 19 jun. 2001. **LEXSTJ**, Brasília, v. 149, p. 219, 2001.

BRASIL. Ministério de Minas e Energias. **Proposta de Modelo Regulatório do Pré-Sal**. Brasília: Senado, 2009c. Disponível em: <http://www.mme.gov.br/mme/galerias/arquivos/pre_sal/Apresentaxo_ministro_Pre-sal_Senado_10_09_2009.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2013.

BRASIL. Lei 12.676/2010, de 30 junho de 2010. Autoriza a União a ceder onerosamente à Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo, de gás natural e de outros hidrocarbonetos fluidos de que trata o inciso I do art. 177 da Constituição Federal, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] União**, Brasília, DF, 30 jun. 2010. Não paginado.

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de Crédito**. 15. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

CAETANO, Fernanda Araújo Kallás e. Direito Internacional dos Investimentos na Atualidade: Uma Análise da Posição Brasileira. **Revista Científica do Departamento de Ciências Jurídicas, Políticas e Gerenciais do Uni-BH**, Belo Horizonte, v. 3, n. 2, 2010. Disponível em: <<http://revistas.unibh.br/index.php/dcjpg/article/view/84/47>>. Acesso em: 23 abr. 2013.

CARVALHO, Eduardo de. **Teoria e prática das sociedades por ações**. São Paulo: Bushatsky, 1960. v. 2.

CARVALHOSA, Modesto, **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas** 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2011a. V.1.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**, 4º volume, tomo I. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011b.

CASTRO, Marina Grimaldi de. **Debêntures. Forma de captação de recursos no mercado de capitais brasileiro**. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial. Direito de Empresa**, vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Parecer sobre Debêntures Nominativas e Escriturais. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 6, p. 31-35, set./dez. 1984.

COMPARATO, Fábio Konder. Ordem Econômica na Constituição de 1988. **Revista de Direito Público**, São Paulo, ano 23, n. 93, p. 263-276, jan./mar. 1990.

CRETELLA JÚNIOR, José. **Direito Administrativo Brasileiro**. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2000. p. 162.

DALLARI, Adilson Abreu, Sociedade de Economia Mista – Sócio Estratégico – Acordo de Acionistas. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, n. 221, p. 379-400, jul./set. 2000.

EIA. **Background**: Norway is Europe's largest oil producer, the world's second largest natural gas exporter, and is an important supplier of both oil and natural gas to other European countries. Washington, DC, 2012. Disponível em: <<http://www.eia.gov/countries/cab.cfm?fips=NO>>. Acesso em: 3 maio 2013.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Vols. I e III. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Debêntures. Prazo de prescrição para cobrança judicial. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. **Estudos de Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 473-490.

_____. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia, Aplicação do conceito de valor no Direito Brasileiro. **Revista da CVM**, n. 27, out. 1998.

EIZIRIK, Nelson et al. **Mercado de Capitais. Regime Jurídico**. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENGLER JUNIOR, Mario. Debêntures. Direitos de Debenturistas. Comunhão e Assembleia. Agente Fiduciário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 48, p. 32-39, out./dez. 1983.

FERREIRA, Adriana M. R. O Novo Regime Legal das Debêntures: um Incentivo aos Investimentos na Indústria do Petróleo. In: ALVISI, Edson; RIBEIRO; Márcia Carla Pereira (Coord.). **Direito empresarial** [Recurso eletrônico – on-line]. Florianópolis: FUNJAB, 2012. p. 344-365. Disponível em: <<http://www.publicadireito.com.br/artigos/?cod=dfa037a53e121ecc>>. Acesso em: 21 abr. 2013.

FERREIRA, Waldemar Martins. **Tratado das Debênturas**. Vol. I. Rio de Janeiro: Editora Freitas Bastos, 1944.

GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. Valores Mobiliários. Debêntures. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo (Coord.). **Direito das Companhias**. Vol. I, Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 581-645.

LACERDA, J. C. Sampaio de. Sociedades de Economia Mista e Sociedades de Estado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 12, p. 13-25, 1973.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 158.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A conversão de debêntures em ações e o correspondente aumento do capital social. São Paulo: Singular, 2004.

_____. **Comentários à Lei das S.A.**, 2º vol. São Paulo: Saraiva, 1980.

_____. Debêntures conversíveis em ações de sociedade controlada. São Paulo: Singular, 2004. p. 1083 e ss;

_____. Debêntures. **Estudos e Pareceres sobre Sociedades Anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989.

LEITÃO, Miriam. Com aumento das incertezas, investimentos e captações são adiados. **O Globo Blogs**, Rio de Janeiro, 11 jul. 2013. Não Paginado. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/miriam/>>. Acesso em: 11 jul. 2013.

LIMA, Paulo César Ribeiro. **O Pré-Sal é Nosso! Pelo retorno da Lei 2004/53**. São Paulo: LM Editorial, [200-]. Publicação do Sindicato dos Trabalhadores em Processamento de Dados e Empregados de Empresas de Processamento de Dados do Estado de São Paulo – SINDPD.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei (arts. 1º a 120)**. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 1.

_____. **Títulos de crédito**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. v. 2.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 59, p. 30-55, jul./set. 1985.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de Direito Administrativo**. 17. ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2004.

_____. **Curso de Direito Administrativo**. 28. ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2011.

MENDES, Marcos José Martins. **O Direito Internacional dos Investimentos: O Caso do Mercado Brasileiro de Biocombustíveis**. 2011. Dissertação (Mestrado em Direito)- Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <http://200.189.106.137/contemporary/sysbibli_anexos/20268.pdf>. Acesso em: 21 abr. 2013.

MENDONÇA, Fernando. **Debêntures**. São Paulo: Saraiva, 1988.

MIRANDA, Maria Bernadete. **Curso teórico e prático dos títulos de crédito**. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MOURA, Eliana Donatelli de. **Sociedade de Economia Mista na Nova Lei das Sociedades Anônimas**. (O Acionariado do Estado). Porto Alegre: Atrium, 1978.

NG, Eric. Sinopec bond issue taps market for US\$3.5b. **South China Morning Post**, 20 Apr. 2013. Disponível em: <<http://www.scmp.com/business/companies/article/1218746/sinopec-bond-issue-taps-market-us35b>>. Acesso em: 1 maio 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. Valores Mobiliários. Natureza e Normas Gerais. In: PEDREIRA, José Luiz Bulhões; LAMY FILHO, Alfredo. (Coord.) **Direito das Companhias**. Vol. I Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 503-541.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. **Sociedades por ações**. V. 3. São Paulo: Saraiva, 1973. p. 166.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. As sociedades de economia mista e as empresas estatais perante a Constituição de 1988. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 73, p. 5-21, jan./mar. 1989.

PETROBRAS. **Atuação no pré-sal**. Rio de Janeiro, [2013a]. Disponível em: <<http://www.Petrobras.com.br/pt/energia-e-tecnologia/fontes-de-energia/petroleo/presal/>>. Acesso em: 20 abr. 2013.

_____. **Fato Relevante. Plano de Negócios e Gestão 2013- 2017**. Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.investidorPetrobras.com.br/pt/plano-de-negocios/plano-de-negocios-2013-2017.htm>>. Acesso em: 20 abr. 2013.

_____. **Governança: capital social**. Rio de Janeiro, [2013b]. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/governanca/capital-social/>>. Acesso em: 5 jul. 2013.

_____. **Nossa oferta de títulos no mercado internacional captou US\$ 7 bilhões**. Rio de Janeiro, 2012. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br/pt/noticias/nossa-oferta-de-titulos-no-mercado-internacional-captou-us-7-bilhoes/>>. Acesso em: 1 maio 2012.

PINEMONT. **Norwegian Bond Market**. London, 2012. Disponível em: <http://pinemont.com/norwegian-bonds_209.html>. Acesso em: 3 maio 2013.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. Debêntures. Direitos de Debenturistas. Comunhão e Assembleia. Agente Fiduciário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 48, p. 32-39, out./dez. 1983.

REDE BRASIL ATUAL. **Petrobras anuncia investimento de US\$ 236 bilhões e participação nos leilões do pré-sal**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.redebrasilatual.com.br/temas/economia/2013/03/Petrobras-anuncia-investimento-de-uss-236-bilhoes-e-participacao-nos-leiloes-do-pre-sal>>. Acesso em: 20 abr. 2013.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, v. 2. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá. Direito dos Investimentos e Petróleo. **Revista da Faculdade de Direito - RFC da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 18, 2010. Disponível em: <<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rfduerj/article/view/1360/1148>>. Acesso em: 17 fev. 2013.

_____. Parecer sobre a Oitava Rodada de Licitações. In: RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá (Org.). **Novos Rumos de Direito do PETRÓLEO**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 11-123.

_____. **Direito do Petróleo: As joint ventures na Indústria do Petróleo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

RIOLI, Vladimir Antônio. História e evolução das debêntures no Brasil. In: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS DO MERCADO DE CAPITAIS. Seção São Paulo. **III Seminário Debêntures e sua importância no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2. ed. São Paulo, 1982. p. 15/24.

ROBINSON, Danielle; FERGUSON, Joy. Oil and gas record debt issuance to continue in 2013. **Reuters**, 6 dez. 2012. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2012/12/06/markets-credit-idUSL1E8N6C4H20121206>>. Acesso em: 1 maio 2013.

ROSA JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da. **Títulos de Crédito**. 5. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. **Títulos de Crédito**. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ROSNEFT capta US\$ 3 bi com emissão de títulos para aquisição da TNK-BP. **Valor Econômico**, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2932270/rosneft-capta-us-3-bi-com-emissao-de-titulos-para-aquisicao-da-tnk-bp>>. Acesso em: 3 maio 2013.

SANTOS, Durval José Soledade. A debênture como instrumento de aplicação e captação de recursos. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 101, p. 27-36, jan./mar. 1996.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 19. ed. São Paulo: Editora Malheiros, 2001.

_____. **Comentário Contextual à Constituição**. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

SILVA, Lauriana de Magalhães. Direito Internacional dos Investimentos e Tratados Internacionais Contra Dupla Tributação da Renda. **Revista do Mestrado em Direito da Universidade Católica de Brasília**, p. 42-70, [200-]. Disponível em: <<http://portalrevistas.ucb.br/index.php/rvmd/article/viewFile/2593/1584>>. Acesso em: 23 abr. 2013.

SIQUEIRA, Cláudia. Próximo desafio: o pré-sal. **Revista Brasil Energia**, edição de agosto de 2005. Disponível em:

<<http://brasilenergia.editorabrasilenergia.com/news/2005/08/268416.html>>. Acesso em: 25 jun. 2013.

SOUSA, Francisco José Rocha de. **A cessão onerosa de áreas do Pré-Sal e a capitalização da Petrobras**. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2011.

THOMAZ, Danilo. Debêntures registradas na Cetip terão mais transparência. **Revista Capital Aberto**, ano 10, n. 116, p. 9, abr. 2013.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Recuperação Judicial – Sociedades Anônimas – Assembleia Geral de Credores – Liberdade de Associação – Boa Fé Objetiva – Abuso de Direito – Cram Down - Par Condicio Creditorum. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 142, p. 263-269, abr./jun. 2006.

VALOIS, Paulo. **A Evolução do Monopólio Estatal do Petróleo**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2000. p.14 e SS

VALVERDE, Trajano de Miranda. **Sociedades por ações**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 1.

VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. 5. ed. Milano: Vallardi, 1924. v. III, p. 123.

WALD, Arnoldo. O Regime Jurídico da Comunhão de Debenturistas e as Condições de Validade e Oponibilidade das Deliberações Assembleares. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 94, p. 6-12, abr./jun. 1994.

YAZBEK, Otavio. “A Modernização do Regime das Debêntures e a Criação de um Mercado de Dívida de Longo Prazo no Brasil”. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de, WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (Coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 565-589.

YOKOI, Yuki. Emissões de debêntures se recuperam na entressafra de CDBs. **Revista Capital Aberto**, ano 7, n. 83, p. 8-9, jul. 2010.