

COMMERCIAL PAPER: Circulação do valor mobiliário em nosso ordenamento jurídico

COMMERCIAL PAPER: Circulation of the security in our legal system

Ramon Olímpio de Oliveira*
Nayara Toscano de Brito Pereira*

Resumo

O Mercado de Capitais é local de circulação e emissão dos mais variados tipos de valores mobiliários. Dentre esses valores não é dada a devida atenção ao *Commercial Paper* (CP), responsável na década de 60 por dar a empresa alemã Mannesman o apelido de “segunda casa da moeda”. O CP era de circulação livre, podendo ser emitido diretamente ao portador, funcionando como moeda corrente, uma vez que o detentor do título poderia exercer o direito contido no mesmo. No entanto, com a criação da Lei 4.728/65, sua circulação caiu bruscamente, vindo a ser regulada quase trinta anos depois por iniciativa do Conselho Monetário Nacional e Comissão de Valores Mobiliários. O artigo aqui elaborado visa explicar como se dá a sua circulação em nosso ordenamento jurídico através de pesquisa bibliográfica e legislativa, trazendo à baila o conceito de endosso e explicando a cláusula “sem garantia” do CP.

Palavras-chave: *Commercial Paper*; Endosso; Mercado de Valores; Valores Mobiliários

Abstract

The Capital Market is a place of circulation and issuance of various types of securities. Among these values necessary attention is not given to the *Commercial Paper* (CP), responsible, in the 60's, for giving the German company Mannesmann the nickname "second national mint." The CP circulated freely, being issued directly to the carrier, functioning as currency, as the title holder could exercise the right contained therein. However, with the

*Mestrando em Direitos Humanos, Cidadania e Políticas Públicas pela Universidade Federal da Paraíba; Pós-graduando em Direito Tributário e Processo Tributário pela Escola Superior de Advocacia Flósculo da Nóbrega; Membro da Comissão de Direitos Difusos e Relações de Consumo da Ordem dos Advogados do Brasil Seccional Paraíba. Graduado em Direito pelo Centro Universitário de João Pessoa – UNIPÊ. E-mail: ramonolimpio@gmail.com

* Graduanda em Direito pela Universidade Federal da Paraíba. Bolsista de Iniciação Científica do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq. Integrante do grupo de pesquisa Justiça & Política - JUSPOL. E-mail: nayaratbrito@hotmail.com

creation of the Law 4728/65, its circulation dropped sharply, with a new regulation taking part almost thirty years after the cited law, and by the initiative of the National Monetary Council and the Securities Commission. The article written here aims to explain the CP circulation in our legal system through literature and legislative research, bringing up the concept of Endorsement and explaining the clause "no guarantee" of CP.

Keywords: *Commercial Paper*; Endorsement; Stock market; Security.

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como foco o estudo sobre o *Commercial Paper* (CP), um título de crédito vendido como valor mobiliário e que só pode ser emitido pelas sociedades anônimas. Existente de forma primitiva desde do início do século XIII nos Estados Unidos, onde era um título ao portador, foi de extrema importância para o desenvolvimento das relações comerciais.

Sua origem se deu em meio ao chamado período francês dos títulos de crédito, período marcado pela invenção do endosso como forma de transmissão legítima das letras de câmbio da época. Como o endosso era necessário para a transferência legítima dos títulos, e cada relação comercial era realizada com uma letra de câmbio com valores diferentes e assinaturas diferentes, tornou-se necessária a emissão de um título que circulasse de maneira uniforme, tanto no quesito de não necessitar de endosso, como em ser uniforme no valor pecuniário.

Dessa forma, o *Commercial Paper*, que era feito nos moldes de uma nota promissória, tinha natureza de moeda corrente, tendo em vista o valor fixo e a garantia do portador exercer o direito nele contido simplesmente através da apresentação do título, não sendo necessário o uso de institutos como o aceite, tendo em vista que se caracteriza como uma promessa de pagamento.

Atualmente, o CP é regulado pela Resolução nº 1.723 do Conselho Monetário Nacional e pela Instrução nº 134 da Comissão de Valores Mobiliários. É emitido como uma nota promissória, mas possui características próprias como a possibilidade de ser emitido apenas por sociedades anônimas, valor mínimo pecuniário e impossibilidade de garantia. Sua circulação em nosso ordenamento teve início em 1961, com a indústria alemã Mannesman, mas foi interrompida logo em seguida com a criação da CVM e a proibição de circulação de valores mobiliários não cadastrados.

Tendo em mente como se procede a emissão e distribuição do CP, é necessário fazer um aprofundamento acerca da sua circulação no que diz respeito ao destino do CP após a aquisição pelo investidor e como passá-lo adiante para terceiros.

Comentários acerca da cláusula “sem garantia” também serão feitos, além de um estudo detalhado das empresas de *rating*, que, de certa forma, funcionam como verdadeiras garantidoras dos CPs emitidos pelas corporações.

1 DA DEFINIÇÃO E DO ENDOSSO EM PRETO

O *Commercial Paper*, segundo Theophilo de Azevedo, pode ser definido como:

[...] valor mobiliário de curto prazo, de valor fixo e vencimento em data certa, de emissão de sociedade anônima, de sua exclusiva responsabilidade, colocado no mercado com desconto a favor dos investidores, diretamente pela empresa emitente (colocação fechada) ou pela rede de distribuição do mercado de capitais¹.

Podemos concluir que se trata de valor mobiliário semelhante, em parte, às debêntures, uma vez que são emitidos em série e servem para angariar fundos. São notas promissórias emitidas por sociedades anônimas (exclusivamente) para a aquisição de capital de giro em curto prazo e com o pagamento em valor superior aos investidores.

Sua distribuição em nosso ordenamento jurídico começou no início da década de 60 com a empresa alemã Mannesman. Até então, ainda era permitida a circulação de títulos ao portador em nosso país, o que facilitou bastante a difusão do CP, chegando a ser conhecido como “segunda casa da moeda” em face de sua rápida circulação em grande quantidade.

Em 1965 o Mercado de Capitais passou a ser disciplinado pela lei 4.728 de 14 de julho, o que fez com que ocorresse uma pausa na circulação de CP, uma vez que a lei obrigava o cadastro e a fiscalização junto ao Banco Central e a Bolsa de Valores. Como o CP é um valor mobiliário sem garantia, a intervenção do BACEN tornou obrigatória a participação de instituições financeiras na emissão de títulos mobiliários no mercado.

A circulação ficou prejudicada, levando quase trinta anos para que o CP viesse a ser regulado, o que ocorreu com a promulgação da Resolução 1.723/90 do Conselho Monetário Nacional e a Instrução nº 134 da Comissão de Valores Mobiliários.

Não há possibilidade de falar sobre endosso sem antes falar de circulação dos títulos de crédito. O *Commercial Paper* é considerado pela CVM como um valor mobiliário, assim,

¹ SANTOS, Theophilo de Azevedo, *Commercial Paper, Export Notes - Endossador Não-Responsável Pelo Título De Crédito*, Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-7.htm>. Acesso em 15 jul 2014

para aqueles doutrinadores que consideram os valores mobiliários como títulos de crédito, o CP (*Commercial Paper*) passa, automaticamente, a ser considerado um título de crédito.

Sobre circulação, sabe-se que os títulos podem ser *ao portador* ou *nominativos*. Amador Paes de Almeida é bem claro no conceito de títulos ao portador quando diz que:

[...] Quanto à circulação os títulos de crédito ou são *ao portador*, ou *nominativos* com ou sem cláusula à ordem. São títulos ao portador aqueles que têm a cláusula “ao portador”, ou mantêm em branco o nome do beneficiário. Tais títulos são negociáveis pela simples *traditio*.²

Dessa forma pode-se afirmar que os títulos ao portador têm livre circulação, negociação, e sua transferência não se dá via endosso ou cessão civil, mas com a mera entrega (tradição) do título. O Decreto 2.044/1908 trazia, em seu art. 1º, IV, a possibilidade de emissão de Letra de Câmbio ao portador³. Na elaboração de títulos ao portador, ou não há o nome do beneficiário ou, se há espaço para o nome, o mesmo é deixado em branco.

Os títulos ao portador, no entanto, mesmo admitidos pelo antigo Código de 16, foram expressamente proibidos em 1990 pelo presidente Fernando Collor, quando identificação dos contribuintes para fins fiscais passou a ser exigida.

Com a vigência da Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1990⁴, ficou vedado o pagamento ou resgate de qualquer título ou aplicação, bem como de seus rendimentos ou ganhos, a beneficiário não identificado, somente sendo permitida atualmente a emissão, pagamento e compensação de cheques ao portador de valor igual ou inferior a R\$ 100,00, sendo obrigada a identificação do beneficiário do cheque, bem como consta no art. 2º da citada lei.

O mesmo diploma legal estabelece, inclusive, que todas as ações emitidas pelas sociedades anônimas devem ser nominativas, bem como consta em seu art. 4º, responsável pela alteração do art. 20 da Lei das S/A.

Os títulos nominativos são aqueles que têm em seu escopo o nome do tomador, do beneficiário. Podem ser classificados como “à ordem” ou “não à ordem”. De maneira simples tem-se que:

[...] os títulos são “à ordem” ou “não à ordem”. A cláusula “à ordem” faculta a transferência a terceiros, por via de endosso, possibilitando a sua circulação. Ao revés, a cláusula “não à ordem” informa que os

² ALMEIDA, Amador Paes, *Teoria e prática dos títulos de crédito*, 28ª edição, São Paulo, Saraiva, 2009, p. 14.

³ BRASIL, Decreto nº 2.044 de 31 de dezembro de 1908. *Define a letra de câmbio e a nota promissória e regula as Operações Cambiais*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Historicos/DPL/DPL2044.htm Acesso em 15 jul 2014.

⁴ BRASIL, Lei 8.021 de 12 de abril de 1990. *Dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, e dá outras providências*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8021.htm Acesso em 15 jul 2014.

títulos não poderão ser pagos senão aos titulares indicados, vedada a transferência.⁵

A presença da cláusula “à ordem” ou “não à ordem” determina se o título poderá ou não circular livremente, sendo transferido via endosso. Caso um título seja “não à ordem”, só será transferido através de cessão civil. Só será considerado “não à ordem” o título que tenha esta cláusula de maneira explícita em seu bojo, caso contrário será considerado endossável, uma vez que a cartularidade torna exigível apenas o que está transcrito no título.

Os CP são, dessa forma, títulos com cláusula “à ordem”, transmissíveis através de endosso.

Encerrada a breve discussão sobre a circulação dos títulos e a classificação dos títulos quanto à circulação, é mister que se faça uma sucinta observação quanto às modalidades de transferência dos títulos de crédito. A transmissão dos títulos de crédito se dá de duas formas: *endosso* e *cessão civil*.

Azeredo Santos trás o endosso como sendo:

O endosso é uma declaração formal, literal, unilateral, facultativa, acessória, incondicional, integral, lançada normalmente no verso do título, mas podendo ser escrita em seu averso, desde que se especifique o nome do endossatário, ou, se em branco, empregando-se fórmula que o possa distinguir, de modo inequívoco, pela qual se transfere o título e, em consequência, os direitos nele incorporados, mas só se aperfeiçoa com a sua entrega, respondendo o endossante pelo seu aceite e pagamento.⁶

A figura do endosso encontra-se prevista nos arts. 11 ao 20 da LUG (Lei Uniforme de Genebra), onde é definido como sendo uma forma de transmissão de títulos, ainda que não escrita a cláusula “à ordem”. É feito com a escrita do nome ou aposição do carimbo do endossatário no verso ou averso do título, para identificá-lo como novo tomador, bem como prevê o art. 910 do Código Civil (CC), senão vejamos:

Lei Uniforme de Genebra.

Art. 11. Toda letra de câmbio, mesmo que não envolva expressamente a cláusula à ordem, é transmissível por via de endosso.

Quando o sacador tiver inserido na letra as palavras "não à ordem", ou uma expressão equivalente, a letra só é transmissível pela forma e com os efeitos de uma cessão ordinária de créditos.

O endosso pode ser feito mesmo a favor do sacado, aceitando ou não, do sacador, ou de qualquer outro coobrigado. Estas pessoas podem endossar novamente a letra.

Código Civil⁷

Art. 910. O endosso deve ser lançado pelo endossante no verso ou averso do próprio título.

⁵ ALMEIDA, Amador Paes, Loc. Cit.

⁶ SANTOS, Theophilo de Azeredo, *Manual dos títulos de crédito*. 3ª edição, Rio de Janeiro, 1975, p. 34.

⁷ BRASIL, Lei nº 10.406 de 10 de Janeiro 2002. *Institui o Código Civil*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm Acesso em 15 jul 2014

§ 1º Pode o endossante designar o endossatário, e para validade do endosso, dado no verso do título, é suficiente a simples assinatura do endossante.

§ 2º A transferência por endosso completa-se com a tradição do título.

§ 3º Considera-se não escrito o endosso cancelado, total ou parcialmente.

Apesar de ter uma natureza jurídica semelhante à cessão ordinária de créditos, pelo fato de transmitir a propriedade e, conseqüentemente, a obrigação contida no título, o endosso não se confunde com esse instituto. Na cessão civil há apenas a garantia quanto à existência do crédito, e não quanto à solvência do devedor (salvo estipulação contrária). Já no endosso, há a garantia da existência e da solvência do crédito contido na cártula, bem como prevê o art. 15 da LUG como poderemos observar logo abaixo:

Código Civil

Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.

Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor.

Lei Uniforme de Genebra⁸

Art. 15. O endossante, salvo cláusula em contrário, é garante tanto da aceitação como do pagamento da letra.

Tendo em mente que a cessão civil transmite um direito derivado, não se aplica a ela o princípio da abstração. Dessa forma, é possível opor ao cessionário as exceções quanto a eventuais vícios contidos na relação jurídica que deu origem ao título. Isso não ocorre no endosso, já que o princípio da abstração torna independente a relação entre os endossantes, podendo ir de encontro apenas ao devedor.

Quanto a essas diferenças e semelhanças entre o endosso e a cessão civil:

[...] Outros veem no endosso uma *cessão*. Mas ainda que se assemelhe à cessão, pelo seu particular efeito da transmissibilidade do título, o endosso, na verdade, com ela não se confunde, porque, se, quanto ao conteúdo, o endosso é um ato unilateral de vontade, a cessão é contrato bilateral que pressupõe uma *justa causa cedendi*. Quanto à forma, se a cessão obedece aos princípios gerais dos contratos, podendo concluir-se até mesmo verbalmente, o endosso, que é um ato formal, só se reputa feito mediante anotação escrita no próprio título. Por último, também se distinguem o endosso e a cessão pelos efeitos que projetam. Assim, se a cessão transfere ao cessionário um direito derivado, o endosso confere, ao contrário, ao endossatário um direito autônomo, sem que a ele possam ser opostas exceções de caráter pessoal que, em relação ao sem antecessor seriam capazes de neutralizar a eficácia do título. O endosso, desse modo, não se equipara à cessão nem se ajusta a qualquer outra figura proposta para explicar-lhe a natureza. Antes trata-se de forma particular de alienação de coisa móvel.⁹

⁸ BRASIL, Decreto nº 57.633 de 24 de janeiro 1966, *Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias*. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D57663.htm Acesso em 15 jul 2014

⁹ ALMEIDA, Amador Paes, *Op. Cit.*, p. 36.

O endosso é dividido em duas espécies: o **próprio** e o **impróprio**. No primeiro há a transferência da propriedade do título, enquanto no segundo há apenas uma transferência quanto ao exercício do direito contido na cártula, conservando para o cedente os direitos cambiais, funcionando como uma procuração.

O endosso impróprio também é chamado de endosso-procuração ou endosso-mandato. Como o próprio nome diz, ele serve como uma procuração, onde o mandatário poderá cobrar, em nome do mandante, a obrigação contida no título.

Sobre as espécies de endosso próprio tem-se que:

O endosso comporta duas modalidades. Ao lado do endosso em *preto, pleno* ou *completo*, onde estão presentes todos os elementos de que se compõe (a cláusula de transmissão, o nome do endossatário e a assinatura do endossante), prevê a lei ainda o endosso em *branco*, em que se omite o nome do endossatário. O endosso em branco se produz pela simples assinatura do endossante lançada no verso da letra ou na folha anexa. Contudo importa notar que não deixa de ser em branco o endosso que, afora a assinatura do endossante, contiver a declaração indicativa da transmissibilidade da letra. No endosso em branco é suficiente a tradição manual para que o título se transmita a outro, tanto que a circulação se faz como se letra ao portador fosse.¹⁰

Lembrando que nosso ordenamento jurídico não permite o endosso em branco, posto que esse instituto tem como efeito tornar o título ao portador, instituto revogado pela Lei 8.201/90, como dito anteriormente.

Sendo assim, quanto ao endosso próprio, apenas o endosso em preto é aceito. E está é a forma de transmissão dos CP, bem como afirma o professor Akira Chinen quando diz:

No caso do CP, circularão por endosso em preto por mera transferência de titularidade, conforme previsto no art. 15 do Anexo I da Convenção para adoção de uma lei Uniforme sobre letras de Câmbio e notas promissórias, promulgada pelo Decreto nº 57.633, de 24-1-66. Parágrafo único – constará obrigatoriamente do endosso a cláusula “sem garantia”.

Com isso fica encerrada a discussão acerca da circulação do CP, devendo esta ser feita através do endosso em preto, tendo em vista que nosso ordenamento jurídico proíbe o endosso em branco, que transforma o título em título ao portador, e que emitir títulos ao portador também é vedado.

Além disso, como visto, existem outros tipos de endosso, como os impróprios, que é o endosso-procuração, por exemplo. No entanto, a lei não veda o exercício desse tipo de endosso, tendo em vista que não há transferência do título (o que é possível com o endosso em preto), havendo, tão somente, a autorização a exercer o direito contido no título para que seja este passado ao tomador de origem.

¹⁰ DORIA, Dylson, *Curso de direito comercial*, 10ª Ed., São Paulo, 2000, Saraiva, p. 37.

2 DA CLAUSULA “SEM GARANTIA”

Como dito anteriormente, o CP é um título negociável como valor mobiliário, sem garantia, representado por uma nota promissória, emitido por sociedades por ações e destinado à oferta pública¹¹. Neste tópico, o foco do estudo será uma característica específica do CP: a emissão sem garantia.

No Direito Civil, garantia pode ser definida como:

[...] o conjunto de providências genéricas de caráter coercitivo, postas à disposição do titular ativo de uma relação jurídica, em ordem a obedecer a satisfação do seu direito, lesado por um obrigado que o infringiu ou ameaça infringi-lo¹².

A fiança, o penhor, hipoteca e o aval são exemplos dessas garantias. Elas “forçam” o cumprimento da obrigação, seja por parte do devedor, ou por parte de um terceiro, interessado ou não. Com exceção do aval, que é garantia dos títulos de crédito originada no Direito Cambiário, as outras garantias são mais utilizadas no Direito Civil. Os CP não possuem garantia propriamente dita, ou seja, não há contraprestação por parte da Companhia emissora, não obedecendo ao conceito de garantia dado por Carlos Alberto Mota Pinto, citado mais acima. Eles são emitidos, obrigatoriamente, com a cláusula “sem garantia”, conforme fora explicado anteriormente.

Dessa obrigação de emitir tais títulos com a cláusula “sem garantia” surgem questionamentos: Por que receber um CP como forma de pagamento? Que garantia há de que estes títulos serão pagos?

Para responder a estes e outros questionamentos é que existem as empresas *Rating*, que podem ser definidas como empresa classificadora de riscos de crédito. Tais empresas têm como objetivo fazer uma análise sobre a capacidade de pagamento das empresas. De uma maneira mais detalhada:

Uma classificação dada por uma *rating* constitui opinião independente sobre a segurança do título em análise, não representando, em qualquer hipótese, sugestão ou recomendação de compra ou venda do mesmo. *Rating* tem por objetivo propiciar aos investidores informações precisas e imparciais sobre a capacidade de pagamento de empresas ou de títulos de dívida ou de crédito emitidos por sociedades em geral, companhias de serviços públicos, bancos, financiadoras, fundos de pensão, renda fixa, *asset-managers*, governos, seguradoras, bolsa de valores, consórcios, fundos de investimentos e outros com capacidade para tal.¹³

¹¹ CHINEN, Akira, *Commercial Paper: Novo Valor Mobiliário no Processo de Globalização da Economia e rating*, 2. Ed, São Paulo, Atlas, 2001, p. 15

¹² MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Teoria Geral do Direito Civil*. 3ª ed. Portugal: ed. Coimbra, 1988. Vol.1 p. 182-183

¹³ CHINEN, Akira, *Op. Cit.*, p. 86

A partir da classificação dada pela *Rating*, é possível “ter” uma garantia acerca da capacidade de pagamento dos CP emitidos pelas companhias. São análises imparciais feitas com base nos dados da empresa, seu crescimento, lucro, valor do capital social, oscilação do valor das ações na Bolsa, entre outros fatores.

As *Rating* não servem para indicar as melhores empresas ou piores empresas, sua classificação não ocorre dessa forma. É uma classificação imparcial, como já foi dito, funcionando praticamente como um parecer acerca da qualidade da empresa.

A empresa que tiver interesse em adquirir os serviços de uma agência de risco, *rating*, irá fornecer a esta todo o material necessário para que a análise de risco seja feita. Um contrato de confidencialidade será firmado entre as contratantes e, ao final do processo, o relatório elaborado é entregue à requerente. Nesse material há o resultado da análise de todos os dados e a nota da contratante, além de um atestado de qualidade (que independe da nota adquirida), pelo simples fato de ter se exposto. Sobre os fatos citados *ut supra*:

Quando um cliente solicita um serviço de classificação de risco, a *rating* prepara para ele detalhado relatório de classificação de risco, de caráter estritamente confidencial. A *rating* assina com o cliente um contrato de confidencialidade total, durante todo o processo de análise de risco. Se o cliente desejar informar seu *rating* (nota) ao mercado, a *rating* prepara uma súmula que vem a ser um resumo do relatório de classificação de risco, com ênfase na análise das garantias oferecidas, bem como em suas características principais que será distribuída para ampla divulgação no mercado financeiro... Independentemente da nota obtida, o cliente recebe um atestado de qualidade só pelo fato de expor-se a uma análise independente das suas condições de risco.¹⁴

E qual seria a vantagem de pagar uma empresa para analisar o risco de uma empresa? Dentre outras vantagens oferecidas, as *rating* divulgam amplamente, com autorização da empresa contratante, o relatório feito. Essa divulgação é feita de maneira a provar que determinada empresa fez sua análise de risco, obteve boa nota e merece confiança no mercado. Além disso, o professor Akira Chinen ainda fala sobre outra vantagem muito importante advinda da análise de risco: Redução dos juros proporcional à segurança do título¹⁵, ou seja, quanto maior a nota obtida, maior a segurança, confiabilidade e menores são os juros.

Dessa maneira, o serviço das *rating* funciona como uma verdadeira garantia no que tange ao pagamento dos títulos emitidos pelas S.A, especialmente o CP que é a matéria principal do presente trabalho.

¹⁴ CHINEN, Akira, *Op. Cit.*, p. 87

¹⁵ CHINEN, Akira, *Op. Cit.*, p. 86

Segue abaixo uma tabela com as possíveis notas que podem ser dadas por uma *rating*, sendo utilizadas como base as principais empresas desse ramo.:

Tabela 1: Tabela de *Rating*

Moody's	Standard Poor's	& Fitch	Significado
Aaa	AAA	AAA	Topo
Aa	AA	AA	Alta-qualidade
A	A	A	Qualidade Média- alta
Baa	BBB	BBB	Qualidade Média
Ba	BB	BB	Muito Especulativo
B	B	B	Especulativo
Caa	CCC	CCC	Próximo à falência
C	C	C	Sem interesse
	D	D	Falência

Fonte: <http://www.saldopositivo.cgd.pt/o-rating-e-a-sua-carteira/> (Acessado em 27/07/2014)

Na tabela estão presentes três grandes empresas e as possíveis classificações que elas podem atribuir às empresas e os países. O serviço de *rating* se tornou tão importante e tão divulgado que, ratificando a afirmação presente na frase anterior, as *rating* têm competência para classificar até os países¹⁶. Fazem essa classificação através de uma análise da dívida externa dos países e do prospecto de pagamento destas dívidas, sem contar na análise do ativo.

Com todas essas informações, pode-se observar que o *rating* funciona, de fato, como uma “garantia” para o pagamento de títulos, em especial o *Commercial Paper*, que é emitido obrigatoriamente com cláusula “sem garantia”. Apesar de não obedecer ao conceito de garantia dado Direito Civil, por não forçar uma contraprestação no caso de inadimplência, o *rating* é um serviço de alta confiabilidade e deve ser levado em conta na hora de adquirir títulos de crédito de determinada empresa.

No caso do Brasil, a classificação era B2 em 1999 pela empresa Moody's (empresa de *rating* mundialmente conhecida). Tal classificação sofreu modificação ao longo dos anos, tendo em vista que cada classificação tem três níveis (B1, B2, B3), a chance de pagamento

¹⁶ CHINEN, Akira, *Op. Cit.*, p. 91

dos créditos era classificada como alto risco de inadimplimento ou adimplimento em longo prazo.

Em novembro de 2011 a classificação do Brasil era de BBB pela S&P (Standard & Poor's), um avanço em relação ao BBB- que tinha antes, BBB pela empresa Fitch (onde também era BBB- até abril do mesmo ano) e Baa2 pela empresa Moody's (onde tinha classificação Baa3).

Isso mostra um bom avanço no país, demonstrando que o risco de inadimplência caiu consideravelmente, tendo em vista ter passado da classificação B (risco sofrível, especulativo) para BBB (ou Baa no caso da Moody's) que seria um país onde vale a pena investir¹⁷.

Com essa evolução os CP emitidos pelas empresas brasileiras tem mais força no comércio, pois a garantia de pagamento está sendo reconhecida pelas grandes *rating*. Entretanto, como o Brasil não oficializou o CP como uma forma de captação de recursos, isso não demonstra um grande avanço no que diz respeito ao *Commercial Paper*.

É certo que deve haver uma maior divulgação deste meio de captação de recursos, suas vantagens são imensas, tanto na negociação interna como externa. Resta apenas uma maior orientação para os empresários, de forma a instruí-los no assunto para, só então, aproveitar as vantagens que o *Commercial Paper* trará para a economia.

3 DA SECURITIZAÇÃO

A securitização de créditos é um procedimento que ocorre quando onde uma companhia tenta obter recursos através da emissão de títulos de crédito ou valores mobiliários e falha, cabendo à empresa distribuidora de títulos o dever de comprar os remanescentes por preço e prazo previamente estabelecidos. Em outras palavras:

A securitização de recebíveis é realizada geralmente por empresas que apresentam uma carteira bastante pulverizada de valores a receber, em que nenhum recebível represente parcela relevante de seu total. A empresa tomadora de recursos negocia sua carteira de recebíveis com uma empresa criada especialmente para essa finalidade, denominada Sociedade de Fins Especiais (Special Purpose Company) a qual levanta recursos no mercado mediante a emissão de títulos (geralmente debêntures) lastreados nesses valores adquiridos¹⁸.

Essa securitização pode ser feita pela citada Sociedade de Fins Especiais ou através da conversão dos títulos emitidos pela empresa (ou da emissão de títulos pela própria

¹⁷ REUTERS, Thomsom, S&P eleva rating do Brasil e elogia política fiscal. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSPE7AG0BJ20111117?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true>. Acessado em 08/04/2012

¹⁸ ASSAF Neto, Alexandre, *Mercado Financeiro*, 5. Ed., São Paulo, 2003, Atlas, p. 129

distribuidora, caso a empresa tenha dado a ela o poder de emitir e não só de negociar) em títulos chamados de *Notes*.

Essas *Notes* são compradas pelo banco caso o emitente (sociedade contratante da distribuidora) não consiga adquirir o capital que desejava. É uma forma de garantir a aquisição do capital desejado, ainda que investidores suficientes não se apresentem. Isso tudo com o pagamento de taxas e juros estipulados pelo banco, mas negociados em tempo prévio à emissão dos *Notes*. Sobre estas letras mobiliárias:

[...] à medida que foi sendo difundida a securitização, desenvolveu-se também uma nova tecnologia para obtenção de capitais de títulos mobiliários, mas que possibilitava a captação de capital a custos cada vez maiores. Dessa forma, diminuíram os empréstimos – os de longo prazo foram transformados em títulos internacionais (international bond) particularmente os de juros variáveis, e os de médio prazo transformaram-se em *euro-note facilities* (*Note issuance Facility* – NIF). O NIF é um mecanismo aceito pelo distribuidor em qualquer tempo para emitir a letra mobiliária chamada Note, com prazos entre um mês e um ano dentro de um determinado limite monetário. No caso de o emitente não conseguir obter o capital desejado, o banco compra e realiza o empréstimo em condições previamente combinadas¹⁹.

Pode-se dizer também que a securitização é feita pela própria distribuidora de CPs. Isso ocorre quando a empresa contratante apenas comunica a quantia que deseja adquirir, ficando a cargo da distribuidora a emissão e negociação dos títulos. Caso não haja sucesso na aquisição desejada, a própria distribuidora (aqui também chamada de entidade securitizadora) irá comprar os referidos títulos.

O resultado dessa operação é uma venda parcial dos títulos emitidos acompanhada de um empréstimo por parte da securitizadora. O referido empréstimo, como já citado, com taxas e prazos previamente estabelecidos. Segundo o professor Fortuna:

Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere créditos para uma outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para a execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio desta oferta pública e títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará à originadora pelos créditos a ela cedidos²⁰.

A securitização, dessa forma, funciona como outra forma de garantia para os CPs, assim como o *rating*. No entanto, diferente deste, a securitização é uma garantia no verdadeiro sentido da palavra, uma vez que o *rating* calcula as chances de pagamento, enquanto esta garante a venda dos títulos, com cessão de empréstimo em caso de falha na venda. Com isso,

¹⁹ CHINEN, Akira, Op. Cit. p. 41

²⁰ FORTUNA, Eduardo, *Mercado Financeiro - produtos e serviços*, 15. Ed., Rio de Janeiro, 2003, Quality Editora. p. 259

a securitização cobre eventuais riscos que seriam alcançados caso o capital pretendido na venda dos títulos não fosse alcançado.

Os riscos da securitização são baixos, bem como cita o engenheiro financeiro Carlos Daniel Coradi:

Segundo Theodore Buerger²¹, os títulos gerados pela garantia de recebíveis (“*asset backed securities*”) se constituem em uma das classes mais seguras de investimentos, por terem de longe riscos menores do que outros títulos privados. Contudo, o “*default*” não é impossível, mas as chances de recuperação são maiores do que nos outros casos. A falha da securitização se mede pelos diferentes riscos que podem estar envolvidos. O primeiro desses riscos depende do sucesso de se materializar o fluxo de caixa projetado, o qual depende da qualidade atual e futura dos ativos, que não devem se deteriorar. Esse risco é chamado de “*asset quality risk*” ou risco da qualidade dos ativos. A medida desse risco pelo estruturador da operação pode levar à solicitação de garantias adicionais para absorver eventuais faltas do fluxo de caixa regular (“*overcollateralisation*”). O segundo tipo de risco é chamado de “risco intrínseco” da securitização e envolve os riscos inerentes à estruturação da operação. A mesma não pode ser afetada pela falência do vendedor dos ativos ou de outra qualquer parte da transação. Esse risco deve ter proteções previstas pela arquitetura legal. Buerger cita o caso da falência da *Continental Airlines*, na qual o Juiz determinou que os recebíveis de uma securitização fossem substituídos por aviões. Portanto, existem riscos que advêm de falhas de estruturação jurídica da operação ou por lacunas legais de regulamentação. Há ainda o risco de fraude, que, afinal, existe em toda transação financeira mas cresce com o aumento do número de participantes e com a complexidade da estruturação. Usam o critério do “elo mais fraco” para avaliar os riscos de estruturação. Um particular risco estrutural é o risco de soberania, que leva em conta o país proprietário dos ativos securitizados. Terceiras partes podem também falhar, já que estão envolvidas com a operação: serviços do “*trustee*”, entidade encarregada de servir de guarda para o fluxo financeiro da operação, seguradoras, bancos envolvidos, advogados, assessoria, etc. As agências de “*rating*”, que dão notas de qualidade para cada lançamento, usando o critério do elo mais fraco para avaliar os riscos da estruturação. Um particular risco estrutural é o de soberania, que leva em conta o país proprietário dos ativos securitizados²².

Com isso fica encerrada a discussão acerca da cláusula “sem garantia” dos CPs e do paradoxo formado pela possibilidade de garantir o citado título sem garantia. Parece confuso, mas, como dito anteriormente, a garantia existe, apesar de não haver contraprestação por parte dos “garantidores”. Por garantidores temos as *rating*, as securitizadoras e empresas de fundo mútuo.

A garantia dos *Commercial Papers* emitidos fica sendo diretamente proporcional à capacidade de pagamento em curto prazo da empresa emissora. Como visto anteriormente, isso representa uma grande vantagem em relação às debêntures, uma vez que a análise da capacidade de pagamento de uma sociedade emissora de debêntures é feita com um prospecto

²¹BUERGER, Theodore, *The Risks of Asset-backed securities, International Securitization*, Macmillan Publishers, 1991 apud. CORADI, Carlos Daniel, *Operações Financeiras de Securitização de Recebíveis e de Fundos de Direitos Creditórios: Conceitos e Aplicações para Financiamento de Exportações, construção habitacional, Rodoaneis, Saneamento Empresarial, Alongamento de Passivos Caros, Etc*, 2005, p.4 Disponível em: http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO_DE_RECEBIVEIS.pdf, Acessado em: 02/05/2012

²² CORADI, Carlos Daniel, Op. Cit. p. 4

de longo prazo, pois o processo de emissão destes valores mobiliários é bem mais complexo e demorado do que o processo de emissão dos CPs.

A securitização de créditos não é uma possibilidade exclusiva dos CPs, uma vez que os títulos e valores mobiliários emitidos com o objetivo de captar recursos para as empresas, sejam eles a curto ou longo prazo, podem ser securitizados, garantindo que a empresa consiga adquirir o capital que necessita, reinvestir este capital e resgatar os seus títulos.

Outro fator bastante interessante é que, por ter um valor mínimo (nominal), que beira os R\$ 100.000,00 (cem mil reais), o CP é emitido basicamente por empresas que tenham um patrimônio elevado. Dessa forma, ainda que não haja securitização e o *rating* falhe, por exemplo, os danos causados à empresa dificilmente farão com que a mesma entre em *default* (falência).

É de suma importância ressaltar que o presente trabalho teve o objetivo de explicar acerca do *Commercial Paper* brasileiro, uma vez que este título de origem americana é usado em vários países. Assim, como é de conhecimento geral que cada país é soberano sobre o seu território, cada país também será responsável pela legislação acerca dos títulos de crédito que podem ser emitidos pelas suas empresas.

Essa ressalva da existência de diferenças entre o CP brasileiro e o de outros países se torna importante para que não haja generalização. Cada país emite seu próprio CP, sendo os mais importantes o CP norte-americano, o CP europeu (também chamado de Euro-CP), os CPs emitidos pela Inglaterra, França e Japão também são de suma importância, pois cada um tem suas peculiaridades.

O motivo de citar essas espécies de *Commercial Paper* foi para deixar claro que há a possibilidade de garantir um CP, no entanto, essa possibilidade inexistente em nosso ordenamento jurídico. Não podemos dizer o mesmo da França, que permite garantia através do aval específico. Sobre isso, Akira Chinen diz que:

A emissão de CPs é permitida às sociedades anônimas cujo capital é superior a 1,5 milhões de francos e a fundações e empresas públicas com mais de doze anos de existência. O avalista só poderá prestar seu aval se for possuidor de mais de 20% das ações da empresa que atenda às condições para emitir os CPs²³.

Com isso, vê-se claramente que o CP francês difere do brasileiro no quesito garantia, uma vez que permite o uso do aval, um aval bem específico, mas ainda assim uma garantia de pagamento por parte de um terceiro, a tão procurada contraprestação no caso de inadimplência dos CPs.

²³ CHINEN, Akira, Op. Cit. p. 25

Ainda sobre o CP francês, a possibilidade emitir garantia é prevista pelo Banco Francês:

Les billets de trésorerie émis par des entités mentionnés aux 2°, 3°, 4°, 6°, 7° et 9° de l'article L 213-3 du code monétaire et financier peuvent être garantis par : a) un établissement de crédit habilité par son statut à délivrer une telle garantie, b) une entreprise d'investissement ou une entité mentionnée aux 2°, 3° ou 4° de l'article L 213-3 du code monétaire et financier, elle-même habilitée à émettre des billets de trésorerie, lorsque cette entreprise détient, directement ou indirectement, 20 % au moins du capital de l'émetteur ou dont le capital est détenu, directement ou indirectement, par l'émetteur à concurrence de 20 % au moins²⁴.

Dois anos depois de a França começar a emissão de CPs em seu ordenamento jurídico, foi a vez do Japão começar a emitir os seus. Assim como a França, o Japão permite que haja a garantia sobre os CPs emitidos pelas empresas japonesas, desde que atendam aos requisitos necessários. Tais requisitos dizem respeito ao capital social e/ou a classificação dada pelas empresas de *rating*. Akira Chinen fala disso em sua obra:

No Japão, como princípio, há necessidade de *back up line* ou a garantia de instituição financeira. Entretanto, as empresas que atendam a determinado padrão, bem como aquelas que estão cotadas na Bolsa de Valores e que podem emitir títulos da dívida ativa da empresa como garantia geral, podem emitir o CP sem utilizar os mecanismos citados²⁵.”

O citado professor fala sobre Tomoko Amaya ao dizer que:

Empresas que possuem classificação AAA de órgão classificador para emissão de títulos de dívida da empresa, sem garantia e sem fiança; e empresas que possuem classificação AA de órgão classificador e com patrimônio líquido acima de 300 bilhões de ienes. (...) Empresas que possuem patrimônio líquido e ativo líquido acima de 20 bilhões de ienes. Entretanto, estão limitadas as empresas que apresentem índices de liquidez corrente acima de 100% (ativo circulante + passivo circulante) e de liquidez imediata (seca) acima de 80% (disponibilidade imediata dividida pelo passivo circulante)²⁶.

Fica encerrada, de fato, a discussão acerca da possibilidade de garantia dos CPs, cabendo a utilização deste instituto ao país emissor, direito garantido pela soberania de cada Estado. Lembrando que nosso ordenamento jurídico proíbe a garantia do CP, seja por aval, fiança, penhor, hipoteca ou qualquer outro tipo de garantia.

²⁴ “Papel Comercial emitido pelas entidades enumeradas nos n.os 2, 3, 4, 6, 7 e 9 do artigo L 213-3 do Código Monetário e Financeiro pode ser fixado por: a) uma instituição de crédito autorizada por seus estatutos para fornecer essas garantias, b) uma empresa de investimento ou entidade descrito nos parágrafos 2, 3 ou 4 do artigo L, 213-3 do Código Monetário e Financeiro, se autorizado a emitir papel comercial, quando a empresa detenha, direta ou indiretamente, 20% a menos que seu capital, ou cujo capital é detido direta ou indiretamente pelo emissor até 20% menos”. Tradução feita pelo autor. BANQUE DE FRANCE, *Principales caractéristiques des billets de trésorerie en vigueur au 1er janvier 2005*. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/politique-monetaire/services/service-a-la-place-bancaire-et-financiere/titres-de-creances-negociables/principales-caracteristiques-des-tcn/principales-caracteristiques-des-billets-de-tresorerie-en-vigueur-au-1er-janvier-2005.html>. Acessado em: 05.05.2012

²⁵ CHINEN, Akira, Op. Cit. p. 30

²⁶ AMAYA, Tomoko, *A implantação do CP no Japão*. Abril. 1988, p. 114, apud CHINEN, Akira, Loc. Cit.

Conclusão

O presente trabalho teve como objetivo explicar como se dá a circulação do *Commercial Paper* em nosso ordenamento jurídico. É importante ter conhecimento desse tipo matéria, uma vez que se trata de um valor mobiliário pouco difundido e legislado, sendo regulado por Instrução da CVM e Resolução do CMN, uma vez que legislar sobre a matéria para a criação de um novo título demandaria muito tempo e esforço por parte do Congresso Nacional.

A emissão de *Commercial Paper* permite às sociedades anônimas fazer vários mútuos em série, adquirindo capital de giro diretamente dos investidores, economizando quantias enormes de dinheiro, já que não estão negociando diretamente com os bancos nacionais. No entanto, a necessidade de estar vinculado ao BACEN e ter outras instituições financeiras interferindo na relação emissor/consumidor não o torna muito atrativo, sem falar em seu valor nominal mínimo.

É um título emitido, inicialmente, sem garantia e ao portador. Todavia, com a impossibilidade de emitir títulos ao portador após a lei atualmente circula podendo ser transferido através de endosso em preto ou cessão civil, utilizando-se das empresas *rating* como forma de garantia substituta, uma vez que essas empresas publicam o desempenho e o prospecto de desenvolvimento e pagamento dos títulos emitidos pelas clientes cadastradas em seus serviços.

Apesar de a atual regulação tornar dificultosa a sua emissão, o CP ainda tem caracterizada sua utilidade financeira, uma vez que é uma rápida forma de angariação de capital de giro que circula de maneira eficiente, trazendo benefícios tanto para o emissor quanto para o beneficiário.

A divulgação da possibilidade de emissão desse valor mobiliário, sua vantagens e o entendimento de sua circulação são de suma importância, uma vez que aumentam o rol de possibilidades negociais presentes no mercado de valores mobiliários. Além disso, sua adoção por parte de mais empresas nacionais beneficia as empresas nacionais emissoras e o seu pagamento ajuda a elevar o prospecto de pagamento dos valores mobiliários nacionais como um todo, garantindo uma maior liquidez quando as empresas *rating* estiverem analisando o rendimento nacional.

Referências

ALMEIDA, Amador Paes, *Teoria e prática dos títulos de crédito*. 28. Ed., São Paulo: Saraiva, 2009.

AMAYA, Tomoko, *A implantação do CP no Japão*. 10. Ed., São Paulo: Abril, 1988.

ASSAF Neto, Alexandre, *Mercado Financeiro*, 5. Ed., São Paulo: Atlas, 2003.

BRASIL, Decreto nº 2.044 de 31 de dezembro de 1908. *Define a letra de câmbio e a nota promissória e regula as Operações Cambiais*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Historicos/DPL/DPL2044.htm Acesso em 15 jul 2014.

BRASIL, Decreto nº 57.633 de 24 de janeiro 1966, *Promulga as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Antigos/D57663.htm Acesso em 15 jul 2014.

BRASIL, Lei nº 8.021 de 12 de abril 1990, *Dispõe sobre a identificação dos contribuintes para fins fiscais, e dá outras providências*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8021.htm Acesso em 15 jul 2014.

BUERGER, Theodore, *The Risks of Asset-backed securities, International Securitization*, Macmillan Publishers, 1991.

BRASIL, Lei nº 10.406 de 10 de Janeiro 2002. *Institui o Código Civil*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm Acesso em 15 jul 2014.

CORADI, Carlos Daniel, *Operações Financeiras de Securitização de Recebíveis e de Fundos de Direitos Creditórios: Conceitos e Aplicações para Financiamento de Exportações, construção habitacional, Rodoanéis, Saneamento Empresarial, Alongamento de Passivos Caros, Etc*, 2005. Disponível em: http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO_DE_RECEBIVEIS.pdf, Acesso em 15 jul 2014.

CHINEN, Akira. *Commercial Paper: Novo Valor Mobiliário no Processo de Globalização da Economia e rating*. 2. Ed, São Paulo: Atlas, 2001.

DORIA, Dylson. *Curso de direito comercial*, 10. Ed., São Paulo: 2000, Saraiva.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro - produtos e serviços*. 15. Ed., Rio de Janeiro: 2003, Quality Editora.

FRANÇA, BANQUE DE FRANCE. *Principales caraterísticas des billets de trésorerie en vigueur au 1er janvier 2005*. Disponível em: <http://www.banque-france.fr/politique-monetaire/services/service-a-la-place-bancaire-et-financiere/titres-de-creances-negociables/principales-caracteristiques-des-tcn/principales-caracteristiques-des-billets-de-tresorerie-en-vigueur-au-1er-janvier-2005.html>. Acesso em 15 jul 2014.

MOTA PINTO, Carlos Alberto da. *Teoria Geral do Direito Civil*. 3. Ed. Portugal: ed. Coimbra, 1988. Vol.1.

REUTERS, Thomsom. *S&P eleva rating do Brasil e elogia política fiscal*. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSPE7AG0BJ20111117?pageNumber=2&virtualBrandChannel=0&sp=true>. Acesso em 15 jul 2014.

SANTOS, Theophilo de Azeredo. *Commercial Paper, Export Notes - Endossador Não-Responsável Pelo Título De Crédito*, Simpósio sobre Direito dos Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-7.htm> Acesso em 15 jul 2014.

SANTOS, Theophilo de Azeredo. *Manual dos títulos de crédito*. 3. Ed., Rio de Janeiro: 1975.