Atualidades

AS CÉDULAS DE CRÉDITO BANCÁRIO (CCBs) COMO VALORES MOBILIÁRIOS

HAROLDO MALHEIROS DUCLERC VERÇOSA

1. Introdução. 2. Breve resumo dos fatos. 3. O mérito. 4. Conclusões.

1. Introdução

O conceito de "valores mobiliários" tem apresentado sérios problemas de sua delimitação no Direito Comparado, do que não escapou o Brasil. A este respeito, Luiz Gastão Paes de Barros Leães escreveu artigo tornado clássico,1 sobre o qual nos fundamentamos mais de uma vez para tratar de aspectos do instituto em causa.

O tema volta à pauta tendo em vista decisão da CVM que aprovou voto do diretor Marcos Barbosa Pinto em resposta a consulta efetuada por instituição financeira a respeito da possibilidade de serem as cédulas de crédito bancário (CCBs) consideradas como valores mobiliários.2 Levando em conta que a decisão vertente deverá orientar aquele Órgão no mesmo sentido quando a outros títulos ou contratos em uso no mercado, entendemos ser oportuna sua apreciação.

1. Luiz Gastão Paes de Barros Leães, "O conceito de security no Direito Norte-Americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro", RDM 14/41. De nossa autoria, v. "Notas sobre o regime jurídico das ofertas ao público de produtos, servicos e valores mobiliários no Direito Brasileiro. Um caso de complementação da proteção de consumidores e investidores", RTDM 105/74-83; e "A CVM e os contratos de boi gordo", RDM 108/91-100.

2. Processo RJ-2007/11.593; reg. col. 5.730/

2007.

2. Breve resumo dos fatos

O Banco Itaú S/A solicitou à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM (SRE) um pedido de dispensa de registro de oferta pública de CCBs, as quais haviam sido emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda., dotadas dos seguintes elementos: (a) total de 20 CCBs; (b) valor individual de R\$ 1.000.000,00; (c) prazo de vencimento igual a 18 meses; (d) remuneração pela taxa do CDI acrescida de um spread de 1 p.p; e (e) oferta dirigida a fundos de investimento.

As questões relevantes a serem discutidas no âmbito da SRE foram as seguintes:

- (i) CCBs poderiam ser consideradas valores mobiliários?
- (ii) Caso afirmativo, qual seria o regime jurídico aplicável?
- (iii) Quais seriam as diretrizes da CVM quanto à colocação das mencionadas CCBs no mercado?

Partindo do conceito de "valor mobiliário" presente no art. 2º da Lei 6.385/1976, com a redação dada pela Lei 10.303/2001, o relator para o caso, diretor Marcos Barbosa Pinto, respondeu da forma abaixo, em resumo esquemático:

(a) As CCBs, em tese, poderiam ser consideradas valores mobiliários, desde que apresentassem todas as características presentes no dispositivo supra-referido.

(b) No caso concreto, as CCBs emitidas pela Bracor satisfaziam todos os requisitos legais concernentes à sua natureza de valores mobiliários, pois: (b.1) configuravam um investimento em renda fixa; (b.2) as CCBs têm a natureza jurídica de títulos de crédito, conforme o art. 26, caput, da Lei 10.931/2004; (b.3) nelas estava presente o "potencial coletivo", considerando-se que, a partir de uma mesma operação de crédito, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas; (b.4) existia o pagamento de juros aos seus titulares (ou seja, uma remuneração); (b.5) tal remuneração era originada dos esforços do empreendedor; (b.6) a utilização de prospecto destinado ao público, o envio de correspondência a investidores indeterminados (destacamos). a utilização de publicidade etc. (a teor do art. 3º da Instrução CVM-400/2003) implicavam oferta pública, sendo irrelevante que o emitente não fosse a mesma pessoa do ofertante; (b.7) havendo exclusão da responsabilidade da instituição financeira quanto ao pagamento das CCBs, a par da oferta pública as colocava no campo dos valores mobiliários; e (b.8) presente a intermediação de pessoas e entidades listadas no art. 15, I a III, da Lei 6.385/1976 (como seria efetivamente o caso sob análise), tornava-se exigível o registro prévio do emissor e da própria emissão na CVM.

Em raciocínio a contrario sensu, estabeleceu o voto do relator que as CCBs não seriam consideradas valores mobiliários diante da inexistência de oferta pública ou de que a instituição financeira intermediária permanecesse responsável pelo adimplemento da obrigação de pagamento prevista no título. Neste caso as CCBs poderiam circular no mercado sem se sujeitar à regulamentação e à fiscalização da CVM, tanto como os demais títulos de emissão das instituições financeiras, a exemplo dos certificados de depósito bancário.

Entre as decisões adotadas no caso presente, ficou definido que a CVM deveria preparar uma instrução com o objetivo de disciplinar a matéria em causa; mas, até que viesse a ser editada, os casos semelhantes ficariam sujeitos à aplicação das regras presentes nas Instruções 155/1991 e 422/2005.

Além disso, o voto ora discutido afirmou que o simples registro de uma negociação privada de CCBs na CETIP não tornaria obrigatório o registro do emissor e da emissão na CVM.

3. O mérito

A nosso ver, o voto do douto Relator fere, em alguns dos seus pontos, princípios básicos de interpretação de normas jurídicas — conforme se pretende, em seguida, demonstrar —, do que decorre alguma falta de precisão nos argumentos apresentados e que prejudica sensivelmente a conclusão a que a CVM veio a chegar. De acordo com o ensinamento sempre atual de Carlos Maximiliano: "Não basta conhecer as regras aplicáveis para determinar o sentido e o alcance dos textos. Parece necessário reunilas e, num todo harmônico, oferecê-las ao estudo, em um encadeamento lógico". 3

Inicialmente, veja-se que no voto ora examinado encontramos afirmação no sentido de que, em conseqüência das alterações inerentes ao art. 2º da Lei 6.385/1976, "nossa legislação passou a operar de maneira dúplice. De um lado, ela oferece uma lista bastante detalhada dos valores mobiliários, que são os incisos I a VIII. De outro, ela prevê uma hipótese genérica – o inciso IX – e que se destina a abarcar todos os casos não cobertos pelos incisos anteriores".

Não podemos concordar com a assertiva acima. Não é verdade que o inciso IX tenha passado a agasalhar todos os casos

^{3.} Carlos Maximiliano, *Hermenêutica e Apli*cação do Direito, 9ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1979, p. 5.

não previstos pelos incisos anteriores. Não se trata, aqui, de uma norma em branco,⁴ que tivesse outorgado à CVM competência para estender discricionariamente o campo dos valores mobiliários. Esta competência existiu durante certo tempo, é verdade, na primitiva redação do art. 2º da Lei 6.385/1976, conforme abaixo: "Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) III — outros títulos criados pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional".

Ora, a nova redação do referido art. 2º, inicialmente determinada pela Medida Provisória 1.637-1, de 5.2.1998, eliminou a norma em branco que efetivamente era prevista em favor do CMN para o fim da conceituação de "valores mobiliários" que não os expressamente previstos, havendo, em seu lugar, conceituado de forma genérica (mas dentro de um campo de abrangência delimitado) outros valores mobiliários. Ou seja, o inciso IX do art. 2º corresponde a um tipo genérico, mas não aberto.

Verifica-se claramente que o dispositivo em questão não abarca todo e qualquer caso que não tenha sido relacionado nos incisos anteriores e, consequentemente, não dá à CVM competência para estender o conceito de "valor mobiliário", mas tãosomente para identificar outros como tais definidos previamente pelo legislador.

Abrindo-se, aqui, ligeiros parênteses, recorde-se que, no estudo acima lembrado, Luiz Gastão Paes de Barros Leães, depois de fazer profunda análise do Direito Norte-Americano, especialmente quanto à construção jurisprudencial verificada

4. As normas em branco, como se sabe, surgiram historicamente no campo do direito penal, tendo em conta revelar-se inatingível o interesse de efetuar a completa relação e definição das inúmeras condutas criminosas possíveis, sempre resguardado o princípio constitucional da anterioridade da lei (nulla poena sine lege). Do direito penal o instituto passou para outros ramos, especialmente o direito administrativo, que tem com aquele estreito parentesco, notadamente quando se trata do chamado "direito administrativo punitivo".

nos Estados Unidos da América até aquela oportunidade, concluiu que uma security poderia ser identificada a partir de cinco características cumulativas: (i) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária; (ii) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos; (iii) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento; (iv) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta; (v) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.

Ao final, o autor citado entendia, então, que "uma leitura generosa, tal como a interpretação desenvolvida nos Estados Unidos em torno do termo security", permitiria ao Banco Central do Brasil policiar o mercado de valores mobiliários em sua expressão mais lata, fiscalizando todas as captações de recursos da poupança popular. Ocorre que esta orientação veio a esbarrar, pouco tempo depois, com o advento da Lei 6.385/1976, cujo art. 2º, ao definir os valores mobiliários dentro de parâmetros relativamente estreitos, veio a impedir a construção supramencionada.

O voto sob enfoque toma a mesma base acima enunciada para o conceito de "valor mobiliário", lembrando a fonte jurisprudencial norte-americana que o inspirou, datada de 1946, a qual se encontra, portanto, dentro do período estudado por Luiz Gastão Paes de Barros Leães. O fato de a jurisprudência das Cortes dos Estados Unidos ter alargado o conceito de "investimento coletivo", tal como apontado pelo relator (tendo se passado a aceitar que o lucro do investimento coletivo seja resultante da participação na preponderante do investido), não o afeta em relação ao Direito Brasileiro, conforme legalmente estabelecido.

De outro lado, a característica de serem as CCBs títulos de renda fixa não as leva automaticamente para o campo dos valores mobiliários, em relação aos quais, de acordo com as diversas hipóteses do art. 2º da Lei 6.385/1976, podem ser da mais

variada natureza. O que importa é que haja algum tipo de remuneração (termo tomado em sentido bastante amplo) em favor do beneficiário. Veja-se, por exemplo, que as ações rendem dividendos, as debêntures pagam juros, enquanto os bônus de subscrição tão-somente dão o direito à aquisição de novas ações, o que os leva a proporcionar um pagamento eventual em dinheiro no futuro, equivalente aos dividendos das ações correspondentes, caso a sociedade emissora apresente lucro. Portanto, os direitos patrimoniais decorrentes dos valores mobiliários podem ser de diversa natureza, inclusive de renda fixa.

Em terceiro lugar, o fato de serem as CCBs uma modalidade de título de crédito em nada aproveita à discussão sobre sua eventual natureza concomitante de valores mobiliários. Alguns valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei 6.385/1976 são títulos de crédito, enquanto muitos títulos de crédito não são valores mobiliários. Os institutos sob análise podem superporse ou caminhar em linhas paralelas sem jamais se encontrarem.

Por sua vez, quanto ao mencionado "potencial coletivo", não se trata de elemento essencial por si mesmo. Aliás, o fato de existir uma coletividade potencial de investidores, ou mesmo que essa coletividade seja efetiva, isto não significa que tenha ela tenha sido obrigatoriamente resultante de uma oferta pública. Observese, a propósito, que a lei não usa a expressão "oferta pública" nos incisos do art. 1º da Lei 6.385/1976, referindo-se taxativamente a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários e de derivativos no mercado.

A menção à oferta pública aparece tão-somente como tal no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976, não constante da redação original do dispositivo em tela, e cuja história remonta ao conhecido caso dos contratos de "boi gordo".

Não basta para caracterização de valores mobiliários que determinados títulos ou contratos apresentem *potencial coletivo*, mas que sejam efetivamente disponibilizados no mercado mediante *oferta pública*.

O conceito de "oferta pública" (na verdade, sob a denominação de "distribuição pública"), como se sabe, foi objeto do art. 3º da Instrução CVM-400, de 29.12.2003:

"Art. 3º. São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas enderecadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários. ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intencões de investimento iunto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico). entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

"§ 1º. Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

"(...)."

Examinemos os elementos essenciais da chamada "distribuição pública", como condição para que possamos prosseguir no estudo do voto sobre as CCBs. Neste sentido, devem estar necessariamente presentes algum dos seguintes requisitos:

(i) Destinação ao público, por qualquer forma, de listas ou boletins de venda ou subscrição. O § 1º do mesmo dispositivo esclarece que "considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade".

A par de literal, a interpretação da norma acima deve ser feita do ponto de vista teleológico ou finalístico. Se a oferta for indistintamente dirigida a todos os empregados de uma montadora de automóveis, sem dúvida, trata-se de distribuição pública. Mas assim não se podem considerar eventuais correspondências dirigidas direta e especificamente a alguns empregados nominados da mesma montadora aos quais se faça a proposta de aquisição de um título ou contrato que preencha os demais requisitos dos valores mobiliários das quais conste a ressalva de que tal oferta não pode ser transmitida a terceiros.

Nos termos acima, não seria distribuição pública o envio de ofertas na forma mencionada no parágrafo anterior, pelo banco que faz a folha de pagamento dos empregados da aludida montadora, e que tenha escolhido alguns deles de acordo com seu perfil de possíveis investidores.

(ii) O segundo caso de distribuição pública refere-se a subscritores ou investidores indeterminados. Uma ilustração

simples pode dar uma boa idéia do que sejam investidores indeterminados ou determinados. Basta ter em mente as diferentes figuras de um atirador manejando uma metralhadora giratória, procurando acertar todo e qualquer tipo de alvo indistintamente, e, em contrapartida, um franco atirador, mirando cuidadosamente com sua luneta os alvos particulares a serem atingidos.

(iii) Comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover a subscrição ou alienação de valores mobiliários. Este requisito apresenta um problema inicial de definir pelo definido, pois o que se procura na norma em questão é, justamente, saber o que é um valor mobiliário.

De qualquer maneira, a simples publicidade do lançamento de ações, por exemplo, sem com isto se abrir a possibilidade de sua aquisição pelos destinatários da comunicação, seria tão-somente um elemento de propaganda, mas nunca uma distribuição pública.

No entanto, em uma abordagem a contrario sensu do disposto no voto em estudo se depreende que, mesmo havendo oferta pública, esta não caracterizaria as CCBs como valores mobiliários no caso em que a instituição financeira intermediadora da operação assumisse a coobrigação do pagamento do valor do investimento junto ao seu tomador. Descaracterizada a coobrigação, então, o documento se transformaria em valor mobiliário.

Esta interpretação somente será válida se as CCBs puderem ser consideradas títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, conforme estabelecido na exceção prevista no art. 2º, § 1º, II, da Lei 6.385/1976.

Como se sabe, a CCB não é um título originariamente emitido por uma instituição financeira (portanto, de sua responsabilidade direta). Tal título é emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de

pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade, nos termos do art. 26 da Lei 10.931/2004.

Fazendo-se uma interpretação extensiva do argumento utilizado pelo douto Relator da consulta em tela, caso um banco descontasse duplicatas de clientes mediante endosso sem garantia e as oferecesse indistintamente a seus clientes, então, tais documentos passariam a se revestir da condição de valores mobiliários. Do ponto de vista dos clientes, se o sacado fosse uma sociedade de elevado conceito no mercado. nada impediria que eles aceitassem fazer um investimento de tal natureza, dependendo sua decisão tão-somente de virem a entender que se trata de um bom negócio. Contudo, tal interpretação pareceria uma demasia em nossa opinião, e generalizaria o conceito de "valor mobiliário" a um extremo certamente jamais imaginado pelo legislador.

Outro ponto importante a ser cogitado está na exigência de que a remuneração do investidor tenha origem necessária e exclusivamente nos esforços do empreendedor ou de terceiros.

Neste caso, devemos recorrer conjuntamente à interpretação literal, teleológica e histórica do dispositivo onde o requisito se encontra referido.

Como se sabe, o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976 tem origem na Medida Provisória 1.637-1, de 5.2.1998, gerada em função dos problemas causados pela "Fazendas Reunidas Boi Gordo", que a levaram a ter sua falência decretada, em vista do inadimplemento geral dos contratos de "boi gordo" colocados por aquela no mercado. Até então tal tipo de investimento não era tutelado por qualquer órgão público, e a norma acima citada o incluiu como valor mobiliário sujeito à competência da CVM. O texto original do dispositivo assim foi redigido: "Art. 1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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".

Conforme se verifica, a Lei 10.303/2001 manteve a mesma redação original da Medida Provisória 1.637-1/1998, igualmente inalterada em suas diversas reedições.

Partindo do caso dos contratos de "boi gordo", podemos recordar que, por meio deles, investidores interessados adquiriam frações ideais de bois para engorda pelo empreendedor, consistindo um investimento de risco baseado na venda do animal após a engorda pelo preço do mercado. O lucro do investidor seria representado pela diferença entre o preço de compra do "boi magro" e o de venda do "boi gordo", diminuído da participação do mesmo empreendedor.

O investidor não tinha participação ativa na operação, inteiramente dirigida pelo empreendedor.

Naquele caso havia uma operação determinada, voltada para um fim específico. Evidentemente, mesmo não existindo, então, uma proteção institucional, os investidores tinham o direito de fiscalizar diretamente a atuação do empreendedor — questão que não nos interesse desenvolver, no momento.

Quando nos transportamos para o caso das CCBs, embora se trate de títulos causais, sua emissão pode ter por base qualquer tipo de interesse econômico do emissor — por exemplo, o levantamento de capital de giro para sua empresa ou, ainda, o pagamento do décimo-terceiro salário dos seus empregados. Não se trata de uma aplicação para finalidade determinada. A sociedade emissora pode dar aos recursos levantados o destino que bem entender, dentro do seu objeto social. O foco das CCBs, portanto, é diverso daquele que orientava os chamados "contratos de in-

vestimento coletivo". Pergunta-se, então, se este fato teria algum efeito quanto à caracterização dos títulos vertentes como valores mobiliários, à luz da interpretação teleológica e histórica dos instrumentos que vieram a ser objeto do mencionado inciso IX. Parece que sim, como bem entendeu a própria CVM ao reconhecer que as operações não se ajustam perfeitamente uma à outra, conforme se verá abaixo.

Outro ponto a ser examinado corresponde à afirmação da CVM no sentido de que "as CCBs são títulos de crédito muito semelhantes às notas promissórias", para o fim do aproveitamento das disposições presentes na Instrução CVM-422/2005 às primeiras.

Na verdade, os dois títulos representam uma promessa de pagamento, diferenciando-se, entre outros elementos, pelo fato de que a CCB é causal e a nota promissória é abstrata. Desta maneira, fica claro que o regramento específico das CCBs, presente na Lei 10.931/2004, será completado, em suas lacunas, subsidiariamente pelo Decreto 57.663/1966 (Lei Uniforme em Matéria de Letras de Câmbio e Notas Promissórias). Esta semelhança pouco aproveita à finalidade da consulta efetuada com relação às CCBs, lembrando-se que o inciso VI do art. 2º da Lei 6.385/1976 refere-se expressamente às "notas comerciais", título inexistente com esta designação específica no direito positivo brasileiro, exceto pela Instrução CVM-422/2005, que regulou as chamadas "notas comerciais do agronegócio" - assunto que nos furtamos de abordar no presente trabalho.

Finalmente, verifica-se que a CVM confessa a fragilidade dos seus fundamentos no tocante à qualidade das CCBs como valores mobiliários, na medida em que o Relator da consulta sob exame alega que: (i) tais títulos "têm características um tanto diferentes das modalidades de contrato de investimento coletivo para as quais as Instruções ns. 270/1998 e 296/1998 foram pensadas"; (ii) acha mais adequado editar uma instrução específica para tratar

das CCBs; (iii) enquanto a aludida instrução específica não vier à luz, propôs que fossem aplicadas àqueles títulos as regras previstas nas Instruções CVM-155/1991 e 422/2005.

Ora, ou as CCBs são uma das modalidades de contrato de investimento coletivo cabíveis dentro dos termos do inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/1976, ou não são absolutamente valores mobiliários caso não se enquadrem — como efetivamente acontece — em qualquer das demais previsões do mesmo dispositivo. Neste sentido, lembre-se que o dever-ser não integra o Direito propriamente, mas sim a Filosofia do Direito.

4. Conclusões

Desta forma, deixando ainda em aberto a questão da natureza jurídica eventual das CCBs como valores mobiliários — do que duvidamos, em termos de interpretação jurídica restrita —, verificamos que a maior parte dos argumentos utilizados pela CVM em favor das teses presentes no voto examinado ressente-se da necessária precisão científica, pois não correspondeu à demonstração da presença dos elementos essenciais dos valores mobiliários em relação àqueles títulos, mesmo considerando-se que venha a ocorrer sua oferta pública.

Um juiz norte-americano tem competência para reunir diversos elementos esparsos e a partir deles fazer uma síntese da qual resulte uma criação jurídica. Esta foi, em princípio, a orientação que resultou no conceito de security, tal como descrito por Luiz Gastão Paes de Barros Leães no artigo acima mencionado. Quanto ao Direito Brasileiro, como se sabe, a simples soma algébrica de tais elementos, por mais significativa que se possa revelar, em nada resulta, pois aqueles elementos não serão necessários e/ou suficientes para a caracterização de um determinado instituto jurídico. Neste caso é como se alguém tentasse uma fusão entre azeite e água: por mais que o operador agite os dois ingredientes. ao final de algum tempo eles permanecerão separados, e este efeito se repetirá indefinidamente. Entendemos ter sido esta a situação verificada em relação aos argu-

The read of the rest in an improved to a documents have

mentos da CVM no tocante à verificação das CCBs como espécie de valores mobiliários: eles não se fundiram de maneira a formar o conceito buscado.