

---

# A CÉDULA DE CRÉDITO BANCÁRIO COMO VALOR MOBILIÁRIO

## THE Bank Credit Certificate AS SECURITIES

JERFFERSON DA MATA ALMEIDA <sup>1</sup>

RESUMO: A Cédula de Crédito Bancário nascida em 1999 por intermédio da Medida Provisória 1925, posteriormente convalidada na Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004, é um importante título de crédito focado no interesse do Sistema Financeiro Nacional, no que tange as instituições financeiras. Sua possibilidade de lastrear toda e qualquer modalidade de crédito trouxe ao cenário bancário forte instrumento de fomento, de garantia, de circulação de riqueza e, notadamente, agilidade na cobrança em caso de inadimplimento do cliente emitente devedor que se dará pela via da ação de execução. Além desses benefícios, a CCB após julgamento pela Comissão de Valores Mobiliários em 2007, foi admitida como valor mobiliário, autorizando sua circulação no mercado de capitais, focada, notadamente na jurisprudência norte-americana afeta as securities. Muito embora tal título de crédito esteja atrelado ao mercado financeiro e sobre as diretrizes do Banco Central do Brasil (BCB). Desta feita, o presente artigo traz argumentos sobre os títulos de crédito, valores mobiliários objetivando externalizar suas características e evidenciar, de fato, a natureza jurídica da CCB e seu mercado de circulação.

Palavras-chave: Cédula de Crédito Bancário. Título de crédito. Valor mobiliário. Sistema Financeiro Nacional.

ABSTRACT: The Bank Credit Certificate born in 1999 through the Provisional Measure 1925, later in Law 10.931, of August 2, 2004, is an important credit instrument focused on the interests of the National Financial System, as regards financial institutions. Your chance of backing any type of credit brought the strong banking scenario development tool, warranty, wealth of movement and, especially, agility in the collection in case of default of the debtor issuer client that will occur by way of enforcement action. In addition to these benefits, the CCB after trial by the Securities and Exchange Commission in 2007, was admitted as the security, authorizing their circulation in the capital market, focused, especially in American jurisprudence affects securities. While such credit security is affection to the financial market and on the guidelines of the Central Bank of Brazil (BCB). This time, this article presents arguments on credit instruments, securities aiming outsource their characteristics and evidence, in fact, the legal nature of CCB and its circulation market.

Keywords: Bank Credit Certificate. Credit title. Securities. National Financial System.

---

<sup>1</sup> Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos (FDMC/MG). Especialista em Direito Tributário e em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito Milton Campos. Professor da Escola de Direito do Centro Universitário Newton Paiva. Advogado. E-mail: damataadv@gmail.com

## 1. INTRODUÇÃO

"A Cédula de Crédito Bancário (CCB) é título de crédito 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", de acordo com o conteúdo do art. 26 da Lei 10.931/2004 (BRASIL).

Com esta conotação a CCB passou a ser largamente utilizada no mercado financeiro por toda instituição financeira, visto que pode comportar toda e qualquer modalidade de crédito.

Em 2007, a Comissão de Valores Mobiliário (CVM), pelo julgamento do processo 11.593-RJ, sob a relatoria do Diretor Marcos Barbosa Pinto, concebeu a CCB como valor mobiliário podendo as instituições financeiras lançar tal título no mercado, sem se coobrigar, para buscar recursos na economia popular.

Tal decisão é objeto de grande discussão doutrinária, discordando uma boa parte da doutrina sobre tal decisão. De frente a isto, nas linhas a seguir serão abordados os fundamentos para a tomada da decisão, discutindo a natureza jurídica da CCB com a possibilidade (ou não) de subsunção do título ao mercado de capitais sob balizadas doutrinas.

## 2. O VALOR MOBILIÁRIO NO DIREITO BRASILEIRO

Consustanciados na Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (BRASIL), os valores mobiliários foram criados e passaram a ser admitidos no mercado brasileiro, desde então, sob a "influência do direito societário francês, já que o legislador brasileiro procurava conferir a noção de valores mobiliários caráter restritivo" (EIZIRIK; PARENTE, 1998, p. 24). Desta feita, a legislação regente no seu texto original dispunha, de forma taxativa, quais eram os valores mobiliários admitidos em negociação, *in verbis*:

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.

Posteriormente, por necessidade do mercado interno, notadamente do agronegócio, o conceito de valor mobiliário foi elasticado objetivando encampar os títulos ou contratos de investimentos na nova forma genérica do conceito, trazida no bojo da Medida Provisória n. 1.637, de 07 de dezembro de 1976, (reeditada na MP-2110-39 e posteriormente convertida na Lei 10.198, de 14/02/2001) que assim definiu o que é valor mobiliário:

Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 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.

Com a inserção desse novo conceito, inspirado no direito norte-americano, Nelson Eizirik e Flávia Parente (1998, p. 27) informam que:

Os valores mobiliários passaram a ser não apenas aqueles que já se encontravam previstos na legislação em vigor, mas também quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor, que aplica seus recursos na expectativa de obter lucro, não tendo, no entanto, controle direto sobre o empreendimento, uma vez que o responsável pelo sucesso do negócio é o empreendedor.

Esse novo contorno do direito norte-americano teve fonte no julgamento do caso *Sec v W.J. Howey & Co*<sup>2</sup>, porém o ordenamento jurídico brasileiro não abdicou totalmente da taxatividade francesa visto que com a edição da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, que alterou a Lei 6.385/76, o conceito de valores mobiliários ficou redigido de forma a englobar as duas doutrinas, *verbis*:

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

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

---

<sup>2</sup>"Aponta-se como leading case da conceituação de investments contracts o famoso julgamento, ocorrido nos Estados Unidos, em 1946, do caso SEC v. W. J. Howey & Co, que versava sobre a venda de terrenos a centenas de pessoas por uma companhia e sua subsidiária - a Companhia Howey e a Howey-in-the-Hilles Service Company, respectivamente -, com a assunção do compromisso de, em contrapartida, prestar serviços de plantio da terra e de comercialização dos produtos colhidos." (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 31).

- 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;
- 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.

A ampliação dada ao conceito de valor mobiliário despertou interesse tanto do público ofertante, que passaram a ter mais uma opção de investimento, quanto dos pesquisadores do Direito, pois tal possibilidade trouxe controvérsias no assunto.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães (1974, p. 57), sintetizando o entendimento da doutrina e jurisprudência americana, entabulou cinco características que, se apresentadas, estaríamos diante do conceito das *securities*:

- (1) todo investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, (2) realizado pelo investidor em razão de uma operação de captação pública de recursos, (3) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, (4) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, (5) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.

Ary Osvaldo de Mattos filho (1985, p. 42-47), caracterizou a existência de um valor mobiliário desde que um instrumento de negócio detivesse a maioria das seguintes características: 1) a contribuição para o investimento, podendo se dar em dinheiro, bens ou serviços; 2) um empreendimento comum, com ou sem participação do investidor na gerência do empreendimento, contudo com interesse comum no seu sucesso; 3) expectativa de lucro, entendido como um benefício econômico em prol do investimento feito; 4) caracterização do empreendimento, prevalecendo sobre a substância do negócio jurídico e seu fundamento econômico - a motivação; 5) o contrato de risco, evidenciado pela possibilidade de perda do investimento de forma total ou parcial; 6) Controle do empreendimento nas mãos do tomador do recurso; 7) materialização do valor mobiliário, podendo advir de um documento ou título, e; 8) falta de conhecimento técnico por parte do investidor no negócio que está se investindo, ficando este conhecimento a cargo do administrador.

Esse cenário, com várias interpretações do conceito de valor mobiliário ampliado pelo novo contorno dado as *securities*, foi responsável pelo lançamento das Cédulas de Crédito Bancário (CCB) no mercado de capitais pois, a partir da decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), através do julgamento do processo RJ 11.593 em 2007, as instituições financeiras passaram a contar com a possibilidade de angariar recursos da economia popular, mediante a utilização deste título.

### 3. O JULGAMENTO DO PROCESSO RJ 11.593/2007 PELA CVM

Este julgamento foi o marco para a admissão das CCB como valor mobiliário, onde o relator Diretor Marcos Barbosa Pinto, por intermédio de pedido do Banco Itaú BBA S.A de dispensa de registro de uma oferta pública de cédulas de crédito bancário (CCB) emitidas pela Bracor Investimentos Imobiliários Ltda., decidiu por arrolá-las ao inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76 (BRASIL).

O enquadramento das CCB ao conceito de valor mobiliário se deu no exame, item a item, do conteúdo do inciso IX do artigo 2º da Lei 6.385/76, da seguinte forma pelo relator:

- i. ao adquirir uma CCB, o poupador está fazendo um investimento em renda fixa, o que satisfaz o requisito delineado no item 2.11(i) acima;
- ii. o art. 26, caput, da Lei nº 10.931/04 deixa claro que as CCBs são títulos de crédito, atendendo assim o requisito descrito no item 2.11(ii) acima; a este propósito, vale destacar que embora o conceito de “valor mobiliário” não se confunda com o conceito de “título de crédito”, sempre se admitiu que alguns títulos de crédito podem ser valores mobiliários, como é o caso das notas promissórias;
- iii. a partir de uma mesma operação de crédito, e ressalvado o disposto no art. 28, § 2º, II, da Lei nº 10.931/04, diversas CCBs com as mesmas características podem ser emitidas e transferidas a pessoas distintas, o que caracteriza o potencial coletivo do investimento nesses títulos e atende o requisito descrito no item 2.11(iii) acima;
- iv. as CCBs pagam juros aos seus titulares e estes juros constituem, obviamente, uma remuneração, o que satisfaz o requisito descrito no item 2.11(iv) acima; a propósito, vale lembrar que, segundo nossos precedentes, a palavra “remuneração” empregada no inciso IX deve ser entendida em sentido lato, de forma a cobrir “qualquer investimento que o público faça na expectativa de obter algum rendimento”;(11) e
- v. a remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este

aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito; também está satisfeito, portanto, o item 2.11(v) acima. (PINTO, 2007)

E no ponto condizente a possibilidade de ofertar as CCB ao público, o relator concluiu seu raciocínio:

3.9 A meu ver, também não há nada na Lei nº 10.931/04 que impeça uma oferta pública de CCBs. A este respeito, vale notar que:

i. o art. 29, §1º, da Lei nº 10.931/04 permite a transferência das CCBs a terceiros que não sejam instituições financeiras;

ii. as CCBs são títulos de crédito, o que facilita - e muito - sua venda e negociação no mercado;

iii. segundo a Exposição de Motivos da lei que as regula, as CCBs foram criadas também para “facilitar e agilizar a negociação de créditos bancários”.

3.10 Portanto, não vejo nenhum óbice a que uma instituição financeira faça uma oferta pública de CCBs no mercado, caso em que restarão satisfeitos todos os requisitos previstos no art. 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/76. (PINTO, 2007)

Ultrapassadas estas premissas, ainda cabia transposição de um último obstáculo para que as CCB ascendessem a natureza jurídica de valor mobiliário, que seria a vedação do inciso II, parágrafo 1º do artigo 2º da Lei 6.385/76 que excluía do regime da citada lei “os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures”. Isso porque sendo a instituição financeira beneficiária da CCB e transmissível por endosso, via de regra<sup>3</sup>, seria ela também responsável pelo adimplemento.

Para ultrapassar esta barreira, portanto, no ato de colocação da CCB no mercado, segundo entendimento do relator, seria necessária a exclusão da responsabilidade da instituição financeira. Desta forma, estaria apta a oferta pública e estaria caracterizado a CCB como valor mobiliário, o que foi feito mediante endosso sem coobrigação.

O entendimento para a conclusão e aceitação das CCB como valor mobiliário, via de regra, foi a disposição do inciso IX do artigo 2º da Lei 6385/76, enquadrando-as no conceito de contrato de investimento coletivo, termo extraído do mercado das *securities* norte-americanas, como já dito anteriormente.

#### 4. AS SECURITIES, O HOWEY TEST E O REVES TEST

A conceituação de *securities* como se tem no mercado americano ficou entabulada no voto do relator do processo *Justice Murphy*, como esboçou Jefferson Siqueira de Brito Alvares (1998, p. 213), *verbis*:

Em seu voto, o *Justice Murphy* forneceu uma conceituação de contrato de investimento, inovando em relação ao caso *Joiner*. Ei-la: “um contrato de investimento, para os fins da *Securities Act*, compreende todo contrato, transação ou esquema por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e é levada a esperar lucros, advindos exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de um terceiro”.

Essa definição de contrato de investimento celebrizou-se e transbordou os limites do próprio objeto definido, transformando-se na própria definição de *security*. Isso porque a Suprema Corte, ao definir *investment contract*, revelou o raciocínio a ser seguido na identificação de todas as demais *securities*, isso é, mostrou que a substância do negócio deve prevalecer sobre a sua forma, atribuindo-se ênfase à realidade econômica subjacente.

Este conceito elástico de *securities* capturado pelo direito brasileiro tem sua razão de ser e seguiu critérios estabelecidos no chamado *Howey test*, a semelhança do que vinha ocorrendo na Corte Americana para enquadrar determinados contratos de investimento às *securities*.

As cortes norte-americanas, no julgamento de casos em que estava sendo discutida a submissão de determinados títulos, instrumentos ou operações ao regime jurídico das *securities*, passaram a examinar em cada hipótese concreta se estavam presentes os elementos compreendidos na *Howey definition*, a saber:

*Investimento of Money* (“investimento em dinheiro”);

*Common enterprise* (“empreendimento comum”);

*Expectation of profits* (“expectativa de lucro”), e

*Solely from the efforts of others* (“unicamente dos esforços dos outros”). (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRI-

<sup>3</sup>Art. 15 do Anexo I da Lei Uniforme relativa as letras de câmbio e notas promissórias que diz que: “O endossante, salvo cláusula em contrário, é garante tanto pela aceitação como do pagamento da letra. O endossante pode proibir um novo endosso, e, neste caso, não garante o pagamento às pessoas a quem a letra for posteriormente endossada.”

QUES, 2008, p. 31-33).

Érica Gorga (2013, p. 270-271) informa que aplicar o *Howey Test* às CCB é um equívoco, posto que o que deve ser feito ao caso das CCB é a aplicação do *Reves Test*, conforme decidiu para as notas comerciais a Corte Norte Americana no julgamento de 21 de fevereiro de 1990 entre *Reves v. Ernest & Young* (EUA), *verbis*:

Todavia, a doutrina brasileira que cita o *Howey test* para analisar eventual caracterização das CCBs brasileiras como valores mobiliários perante o direito americano está tecnicamente equivocada. O teste apropriado para as CCBs, tal como a Suprema Corte deixou claro, seria o *Reves Test* - e não o *Howey test*. Em conformidade com o direito americano atual, a questão primordial não é saber se as CCBs se configurariam em um contrato de investimento coletivo, mas saber se se constituem em títulos (ou *notes* como refere a jurisprudência americana). (GORGA, 2013, p. 270-271).

Muito embora Gorga (2013, p. 264) tenha total convencimento de que não haveria nenhuma necessidade em aplicar teste algum pois pela própria leitura textual da lei, ao estabelecer no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76 a expressão “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo”, já havia enquadrado todo e qualquer título.

No caso do *reves test* uma cooperativa emitiu várias notas promissórias para várias pessoas, cooperados ou não, a fim de obter capital para levantar recursos para suas atividades e, seus investidores almejavam um rendimento pelo valor investido mais alto do que os pagos pelos bancos, por alocarem seus recursos.

Este caso foi admitido pela Corte Suprema dos Estados Unidos como *leading case*, aplicando dispositivos diferentes ao *howey test*, para apreciar se tais notas comerciais poderiam ser enquadradas como valores mobiliários, ou não, chamado de “teste de semelhança familiar”, sob a adoção de quatro fatores, conforme informa Érica Gorga (2013, p. 268-269):

Primeiro, as cortes deverão analisar as motivações que levam um vendedor e um comprador a realizarem o negócio. A nota tenderá a ser negócio imobiliário se o propósito do vendedor for levantar recursos para uso geral num empreendimento empresarial ou financiar investimentos substanciais e o comprador estiver interessado no lucro que receberá com a aquisição da nota. Do contrário, se a nota for utilizada para facilitar a compra de ativos menos importantes, ou bens de consumo, ou para corrigir dificuldades de fluxo de caixa, será menos propensa a ser considerada valor mobiliário. Em segundo lugar, o plano de distribuição da nota deve ser analisado para se averiguar se existe um mercado secundário de negociação ou especulação com tal papel. Em terceiro lugar, deve-se levar em conta as expectativas razoáveis desse público investidor. Nesse ponto, a corte realiza uma afirmação importante: “The Court will consider instruments to be ‘securities’ on the basis of such public expectations, even where an economic analysis of the circumstances of the particular transaction might suggest that the instruments are not ‘securities’ as used in that transaction. Em quarto lugar, a Corte examinará se existe qualquer outro esquema regulatório que mitigue os riscos da nota, tornando desnecessária a aplicação das normas que regulam os valores mobiliários.

Verifica-se no caso que, efetivamente o motivo da colocação das notas comerciais no mercado foi angariar recursos da economia popular, seja em âmbito restrito ou amplo, para investir no negócio empresarial do emitente, sendo extremamente relevante para sua caracterização enquanto valor mobiliário a sua motivação:

Tendo em vista tais elementos apresentados, pode se perceber que determinado título de crédito poderá se configurar em valor mobiliário ou não, a depender das circunstâncias particulares pelas quais foi emitido e distribuído. Assim, a nota promissória dada em garantia pela compra de um bem não será valor mobiliário, mas poderá sê-lo quando emitida como meio de financiar um investimento empresarial. Da mesma forma sucede com as CPRs e as CCBs: tais títulos de crédito poderão se consubstanciar em valores mobiliários dependendo das suas características e das circunstâncias fáticas de sua emissão. (GORGA, 2013, p. 261-262).

O que ocorre no caso das CCB e que, inclusive, foi objeto de apreciação pela CVM no julgamento paradigma de n. 11.593/2007, para aceitá-las enquanto valores mobiliários têm formatação diferente e que, indubitavelmente, possui interferências na conclusão e transformação do título em valor mobiliário.

Isso porque a CCB “é título de crédito 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 art. 26 da Lei 10.931/2004 (BRASIL), onde esta pessoa (física ou jurídica) busca recursos na instituição financeira (beneficiária) para qualquer fim, e esta utiliza instituição financeira o utiliza para lançá-lo no mercado e adquirir recursos de investidores diversos e variados.

Ora, há nítida diferença entre o *reves test* dirimido pela Suprema Corte Americana com o lançamento da CCB por instituições financeiras objetivadas a buscar recursos no mercado. Lá houve emissão primária para angariar recursos diretos por quem os emitiu, muito embora estes investidores pudessem repassar estes títulos a outros, mas o motivo era o investimento e emissão direta a várias pessoas era apenas um: buscar investimento pelo emitente do título.

Aqui, no caso das CCB, não se verifica a emissão desse título de crédito pelas instituições financeiras no mercado, mas um ativo nego-

ciado por elas e em proveito delas, tendo nascedouro e origem diversos das notas outrora comentadas e que foram utilizadas para angariar recursos para a cooperativa norte-americana.

A utilização da CCB no direito brasileiro tem eficiência (ou pelo menos se espera ter) na cobrança do crédito concedido, sendo prática usual, corriqueira e amplamente utilizada pelas instituições financeiras. Tais créditos poderão até mesmo serem utilizados para alavancagem de capital, empréstimos, ou “operações de crédito, de qualquer modalidade”, conforme externa seu conceito inserto no *caput* art. 26 da Lei 10.931/2004.

E mais, seu beneficiário, necessariamente, será uma instituição financeira ou uma instituição equiparada a ela mas não o público em geral. Vale dizer, uma pessoa não poderá emitir uma CCB para o mercado de valores mobiliários diretamente, para angariar recursos na bolsa de valores ou em mercado fechado como fez a Cooperativa no mercado americano. O que se tem no mercado pátrio é a emissão de CCB para obtenção de crédito emitindo este título de crédito “em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada” e estas as transmitiriam ao mercado, transmutando-as em valores mobiliários, repita-se. Sendo forma completamente diversa do que a Suprema Corte americana avaliou.

Portanto, apesar das divergências para aplicação do *reves test* ou do *howey test*, uma coisa é clara, para aperfeiçoamento de qualquer instrumento ao mercado de capitais, é necessário a motivação de sua emissão e o real interesse econômico do negócio.

Tanto é assim que noutro caso analisado pela Corte Americana, *McNabb v. SEC* (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, 2008, p. 48-49), em que McNabb emitiu dez notas promissórias a pessoas de seu convívio com o pretexto de saldar dívidas ocasionadas por um divórcio, ficou constatado nos autos deste caso que o motivo real de buscar dinheiro nos beneficiários dos títulos era para realizar negócios, fazendo valer a realidade do negócio face sua formatação.

Assim, a CCB, num ou noutro teste, não se amolda e não há transmutação da sua natureza jurídica para valor mobiliário, sendo imperfeita a interpretação da expressão contida no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76 que ao mencionar “contrato de investimento ou título” autorize abraçar todo e qualquer título de crédito, devendo respeitar, nos dizeres de Haroldo Malheiros Dulclerc Verçosa (2006, p. 121-122), que sua aplicação está restrita aos incisos que o antecedem, logo, não sendo uma norma em branco, a ponto de albergar todo e qualquer caso não descrito nos incisos integrantes do artigo em comento, mas sim um conceito genérico que abrange outros valores mobiliários dentro da delimitação contida nos incisos.

Portanto, impossível a aplicação das CCB por analogia ao caso do *Howey e Reves test*, isto porque há mais fundamentos que desaconselham a transmutação do título de crédito para valor mobiliário do que o autorizam, pelos seguintes motivos.

No caso do *Howey Test*:

Não comporta uma categoria de investimento, porque é uma operação de crédito, lastreadas por regras de direito bancário, e aquele que adquire uma CCB, por endosso ou mesmo por cessão, se for o caso, visa a adquirir um crédito com deságio;

Não se denota nenhum empreendimento posto que a instituição financeira ao realizar a operação de crédito visa conceder recursos e recebê-los mediante um juro compensatório no futuro, não apresentando as características do empreendedorismo.

Além disso, falta-lhe o interesse comum, posto que a exclusão da responsabilidade da instituição financeira na insistência de se amoldar a CCB ao conceito de valor mobiliário contido na Lei 6.385/76 retira a instituição financeira da operação e, de outro lado, não se vislumbra a apresentação do emitente da CCB, pois ele, ainda mais, não demonstra qualquer manifestação de vontade de empreender, posto que seu interesse era meramente nos recursos já fornecidos pela instituição financeira;

Noutro lado, a expectativa de lucro apresentada pelo *Howey Test* informa a união dos requisitos anteriores, um investimento alocado a um empreendimento, comungando de um mesmo interesse: o lucro ou a expectativa deste.

Na aquisição de um título de crédito é de presumir-se que este título esteja circulando porque ainda não vencido e aquele que se interessa em adquiri-lo, compra-o com deságio para, no vencimento, receber o valor de face, acrescidos dos juros compensatórios e demais encargos avençados e constantes do próprio título. Os valores percebidos por aqueles que adquirirem uma CCB não representam uma rentabilidade no sentido de um empreendimento, com risco na atividade econômica do negócio, representando um *plus* em face da indisponibilidade do capital por aquele que emprestou ou que adquiriu um título representativo de operações creditícias.

Por fim, focado no último tópico do *Howey Test*, onde se afirma que os esforços para a expectativa do lucro sejam praticados por terceiros, é de se afirmar que tais esforços são praticados pelo emitente da CCB, o cliente da instituição financeira, sendo ele o gerador da riqueza que gerará o lucro do negócio. Não sendo verdade, até porque ele nem estará sabendo que a CCB emitida por ele foi direcionada ao mercado de capitais para qualquer fim, não se podendo aceitar esta afirmação também.

Muito mais do que ampliar o conceito de valores mobiliários, é fazer com que o pagamento de uma dívida possa significar esforços de terceiros como se quer, *in casu*, com a CCB. Paga-se porque existe um direito obrigacional, representado por uma cambial causal, não havendo esforço do emitente da CCB para prosperidade de algum empreendimento, no sentido em que se tem o negócio como se vislumbrou nos casos *sub judice* na Corte Americana. Paga-se o que convencionou e nada mais.

No caso do *Reves Test*:

---

4 CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, atualmente CETIP S.A. - Mercados Organizados). A Cetip é a integradora do mercado financeiro. É uma companhia de capital aberto que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. Por meio de soluções de tecnologia e infraestrutura, proporciona liquidez, segurança e transparência para as operações financeiras, contribuindo para o desenvolvimento sustentável do mercado e da sociedade brasileira. Disponível em: <<https://www.cetip.com.br/Institucional/seguran%C3%A7a-que-move-o-mercado>>. Acesso em: 13 jul. 2015.

Neste caso não há motivação do emitente de uma CCB que evidencie o lançamento deste título no mercado. Isto porque o emitente busca a instituição financeira para obter crédito, dinheiro para qualquer fim, seja para financiar sua atividade empresarial, se empresário, seja para adquirir um veículo, um imóvel, etc, servindo este título para garantir uma operação de crédito, seja de que modalidade for, mas direcionada a apenas aquela instituição financeira, beneficiária, que concedeu ao emitente determinada monta em dinheiro.

O que acontece ao querer enquadrar a CCB como valor mobiliário é diferente do que ocorre com os valores mobiliários propriamente ditos, isto porque o lançamento de títulos no mercado de valores mobiliários visa alavancar recursos para seu caixa ou para alocá-los ao capital social, ou ambos, significando e apresentando um investimento, um empreendimento, com o propósito de se empreender capital a uma atividade econômica, a uma evento de risco.

O lançamento de uma CCB no mercado de capitais é uma compra e venda de ativos, em última análise. Não se relaciona, por analogia, ao caso das *securities* norte-americana conforme os casos apresentados.

Contudo, ocorre no mercado da CETIP<sup>4</sup>, a compra e venda de títulos, incluindo a CCB, mediante endosso, sendo as operações realizadas de forma eletrônica onde a instituição financeira endossa o título a CETIP e faz negociações com tal documento pela circulação que é um dos atributos dos títulos de crédito, portanto, diferente da natureza jurídica de valor mobiliário, ocorrendo o que Jean Carlos Fernandes (2012, p.8) diz virtualização dos títulos de crédito, cujas operação dar-se-ão por sistema de registro em modalidades de crédito e débito:

Tais títulos de créditos escrituras, como a Letra Financeira, a Letra de Arrendamento Mercantil, o Certificado de Registro Imobiliário, o Certificado de Cédula de Crédito Bancário, o Conhecimento de Depósito Agropecuário, o Warrant Agropecuário, entre diversos outros, reclamam a reconstrução da teoria clássica fundada, em outros tempos, exclusivamente na cártula. É necessária a compreensão dos contornos jurídico-econômicos da teoria contemporânea dos títulos de crédito, em um cenário no qual grande parte dos títulos de crédito tornou-se nominativos, transferidos eletronicamente por meio de anotações em sistemas de registro e liquidação. (Cetip, Selic, por exemplo).

Noutro norte, a instituição financeira beneficiária do título de crédito não visa investir no seu cliente tomador por fornecer-lhe recursos, não havendo nenhuma correlação de empréstimo com participação ou interesse da instituição financeira. Ao revés, ela tem interesse e envia todos os esforços, para que o ocorra o pagamento, tanto que ingressará na justiça até para exigir o pagamento caso não ocorra espontaneamente no prazo ajustado.

Por fim, estas operações detêm regras próprias expedidas pelo Conselho Monetário Nacional, que é um dos instituidores do Sistema Financeiro Nacional e tem como finalidade formular a política da moeda e do crédito objetivando o progresso econômico e social do país, conforme definido nos artigos 1º e 2º da Lei 4.595, de 31/12/1964 (BRASIL);

Desta forma, as CCB se subordinam ao mercado de crédito e não dos valores mobiliários, devendo obediência a autarquia regulamentadora própria - o Banco Central do Brasil - diferentemente da CVM, de acordo com Eizirik (2013):

As CCB são negociadas não no mercado de capitais, mas no mercado de crédito, no qual as operações se realizam por meio de intermediação das instituições financeiras na concessão de empréstimos ou financiamentos. Nestas operações, o investidor não almeja participar do negócio desenvolvido pelo empreendedor ou dos lucros por este gerados, mas apenas visa a remuneração do capital por ele emprestado. Tais operações de natureza creditícia não estão subordinadas ao regime legal dos valores mobiliários e à fiscalização da CVM, mas, ao contrário, são reguladas e supervisionadas pelo Banco Central.

Inclusive, a Resolução 2.843/2001 (BRASIL) e a Carta Circular 3.585/2013 (BRASIL), nada dispõe a respeito de negociação do citado título no mercado de valores mobiliários, ao revés, afirma sua negociação no âmbito bancário, informando, inclusive, os procedimentos para tanto.

Transmutar as CCB, que são títulos de crédito afetos ao sistema bancário ao de valor mobiliário, seria uma tentativa de se "misturar" as CCB como espécies de valores mobiliários, atribuindo a elas tais características que não acontecem e nem poderiam acontecer, pois "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", consoante entendimento de Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa (2006, p. 126-127).

Muito embora estas discussões doutrinárias e apenas como fato curioso é que, apesar da elevação das CCB a categoria de valores mobiliários, não há registro na CVM sobre qualquer oferta pública do título em comento, seja no âmbito da Instrução CVM 400/03 (BRASIL) ou da Instrução CVM 476/09 (BRASIL). Embora tenham larga comercialização na CETIP como negociação do título de crédito mas não como valor mobiliário.

## 5. CONCLUSÃO

*Ex postis*, é de se concluir que com a ampliação no conceito de valores mobiliários pela Medida Provisória 1.637/76, influenciada pelo mercado de *securities* norte-americano, foi introduzido na Lei 6.385/76 o inciso IX que, entre outras possibilidades, trouxe o termo genérico de "quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo".

Utilizando-se desse conceito genérico, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, então, incluiu a CCB ao elenco dos valores

mobiliários, sempre que for ofertada publicamente e sem a responsabilidade da instituição financeira do título.

A seu turno, a vontade de se elevar este título de crédito ao mercado de capitais era maior do que propriamente as possibilidades jurídicas e técnicas do instituto da CCB.

Malgrado tenham admitido a CCB como valor mobiliário, melhor entendimento merece guarida porque a emissão de uma CCB, *de per se*, (i) não pressupõe a existência de um empreendimento por parte do emitente devedor, (ii) não configura investimento por parte de quem a adquire, (iii) não se verifica o “lucro” porque a operação é tipicamente de crédito, verificando-se o pagamento de juros compensatórios pela privacidade dos recursos (capital) da instituição financeira; (iv) não há participação do beneficiário do título (a instituição financeira credora) estando ela alheia ao risco do suposto empreendimento, diferentemente do que ocorre no mercado de valores mobiliários, (v) não existe qualquer comunhão de interesses entre emitente devedor e a instituição financeira credora dos recursos para se buscar recursos no mercado e, sobretudo, (vi) por não gozar de motivação. Isto porque emitente da cédula não visa buscar recursos na economia popular, devendo prevalecer a substância do negócio originário que é, de fato, a realização de uma operação creditícia, a tomada de empréstimo, seja ele de que modalidade for.

Nestes termos, para segurança jurídica e adequado aproveitamento da CCB deve se ater a estas conclusões mantendo-se a CCB dentro do mercado financeiro e não no mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O atual conceito de valor mobiliário. *Revista da Faculdade de Direito Milton Campos*. v. 5, Belo Horizonte, 1998.

BRASIL. Banco Central do. *Resolução n. 2843*, de 28 de junho de 2001 que “dispõe sobre a negociação de Cédulas de Crédito Bancário e sobre a emissão de certificado representativo dessas cédulas por parte de instituições financeiras.” Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

BRASIL. Banco Central do. *Carta Circular n. 3585*, de 18 de fevereiro de 2013 que Divulga procedimentos para o registro de instrumentos financeiros representativos de operações de crédito e de arrendamento mercantil, de direitos creditórios decorrentes de operações de crédito e de arrendamento mercantil, e de cessões e alienações fiduciárias de operações de crédito e de arrendamento mercantil, em sistemas de registro e liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM 400* de 29 de dezembro de 2003 que “dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.” Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 set. 2013.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução CVM 476* de 16 de janeiro de 2009 que “dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.” Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 set. 2013.

BRASIL. *Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm). Acesso em 13 jul. 2015.

BRASIL. *Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4595.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm). Acesso em 13 jul. 2015.

BRASIL. *Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004*. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2004/lei/10.931.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/10.931.htm). Acesso em 13 jul. 2015.

*CETIP (Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos)*, atualmente CETIP S.A. - Mercados Organizados. Disponível em <https://www.cetip.com.br/Institucional/seguran%C3%A7a-que-move-o-mercado>. Acesso em 13 de jul. 2015.

EIZIRIK, Nelson. *As CCBs são valores mobiliários?* Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br>>. Acesso em: 20 mar. 2013.

EIZIRIK, Nelson; PARENTE, Flávia. *Ampliação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro*. Revista da CVM-Comissão de Valores Mobiliários. n. 27, out. 1998.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais - regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Suprema Corte de Justiça. Reves v. Ernst & Young*, 494 EUA 56 (1990). Decisão em 21 de fevereiro de 1990. Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/494/56/>, acesso em 09 fev. 2015.

FERNANDES, Jean Carlos. *Teoria contemporânea dos títulos de crédito*: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012.

GORGA, Érica. *Quando um título de crédito se transforma em valor mobiliário?* Os casos das Cédulas de Produto Rural e das Cédulas de Crédito Bancário. In: GORGA, Érica; PINTO, Lígia Paulo. (Coords.) Estudos avançados de Direito Empresarial: Títulos de crédito. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.



LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de "security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 14, 1974.

MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Administração de Empresas*. vol. 24, n. 2, abr/jun, 1985.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. As cédulas de crédito Bancário (CCBs) como Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Vol. 144, out/dez 2006.

---

**Recebido em:** 22/10/2015

**Aprovado em:** 04/02/2016