



# Índice

Lista de abreviaturas .....	3
Introdução .....	4
1. Papel Comercial como meio de financiamento .....	5
1.1 Uma verdadeira alternativa aos restantes meios de financiamento .....	5
1.2 Origem e evolução legislativa.....	7
2. A influência do Direito europeu no novo regime do papel comercial .....	16
2.1 Confronto do regime com as Diretivas aplicáveis aos OIC .....	16
2.2 Diretiva dos prospets e o novo prazo de vencimento .....	19
2.3 Responsabilidade pelo conteúdo da informação <b>Erro! Marcador não definido.</b>	
2.4 O parecer relativo à emissão ou programa; ratio do artigo 17º/2 .....	22
2.5 Responsabilidade pelo conteúdo da informação .....	25
2.6 Eurocommercial Paper .....	27
3. Regime .....	29
3.1 Definição e principais características .....	29
3.2 Requisitos da emissão .....	32
3.3 Aspectos formais do parecer incluído na nota informativa .....	38
3.4 Emissão .....	42
3.5 As Revolving Underwriting Facilities e as Note Issuance Facilities .....	44
3.6 Papel comercial e titularização .....	46
Conclusão .....	48
Bibliografia.....	50

## Lista de abreviaturas

Ac.	Acórdão
al.	alínea
CC	Código Civil
CDCP	Certificados de dívida de curto prazo
Cit.	Citado(a)
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Cód. VM	Código de Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
DMIF	Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros
e.g.	por exemplo
EOROC	Estatutos da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas
FAQs	Frequently Asked Questions («Perguntas Mais Frequentes»)
GFIA	Gestores de Fundos de Investimento Alternativo
L	Lei
OIC	Organismo(s) de Investimento Coletivo
RGICSF	Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras
RGOIC	Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo
RJPC	Regime Jurídico do Papel Comercial, aprovado pelo DL 69/2004
RL	Tribunal da Relação de Lisboa
ROC	Revisor(es) Oficial(is) de Contas
STJ	Supremo Tribunal de Justiça
vide	veja

## Introdução

A presente dissertação tem por objeto a análise do regime jurídico dos valores mobiliários de natureza monetária, habitualmente designados por papel comercial, e tem o intuito de demonstrar de que forma podem consistir num relevante meio de financiamento societário e, de outro lado, revestir a adequada segurança que se exige a qualquer instrumento de aplicação do investimento.

O estudo ocupa-se essencialmente em apresentar a evolução que o regime sofreu ao longo dos tempos e a marcada preocupação demonstrada com as garantias e proteção do investidor e com a solvabilidade da sociedade emitente.

Num segundo momento, será importante demonstrar a acentuada influência europeia que o regime recebeu, principalmente no que respeita ao enquadramento normativo aplicável a estes instrumentos financeiros e aos OIC enquanto potenciais titulares destes. Além destes temas, a autonomização dos Certificados de dívida de curto prazo será um dos pontos a merecer a nossa análise pelas especificidades que comportam dentro da disciplina do papel comercial. Este passo releva do ponto de vista da harmonização dos regimes aplicáveis aos meios de financiamento societário e à alocação da poupança para esse fim.

Por último, ter-se-á como objetivo examinar minuciosamente o regime atual, fruto das evoluções previamente abordadas, das influências europeias e, em especial, da redação atualmente vigente do DL 69/2004 provocada pela entrada em vigor do DL 77/2017, de 30 de junho.

Ainda que possa considerar-se um regime permeável a críticas, o regime jurídico do papel comercial encerra em si consideráveis avanços, resultado do esforço vincado com que o legislador pretendeu munir este instrumento financeiro de reforçadas salvaguardas, cujo objetivo passa, obviamente, por atrair novamente a segurança e a confiança que a este devem estar associadas.

# **1. Papel Comercial como meio de financiamento**

## **1.1 Uma verdadeira alternativa aos restantes meios de financiamento**

O mercado do financiamento constitui um dos principais temas de discussão quer em sede académica, quer ao nível das estratégias empresariais. A forma como a estrutura empresarial consegue gerar riqueza deve-se em grande parte à forma como capta investimento e como consegue munir-se de liquidez para, por um lado, fazer face às responsabilidades inerentes à respetiva atividade e aos compromissos assumidos ao longo da sua vida e, por outro lado, para canalizar recursos tendo em vista a expansão, o incremento de valor e a adaptação à nova realidade superconcorrencial.

Dentro deste paradigma surgem questões relacionadas sobre estrutura de financiamento societário mais adequada. Aqui assumem especial relevo as teorias desenvolvidas por Franco Modigliani e Merton H. Miller<sup>1</sup> relativas à estrutura de capital mais adequado, designadamente, perceber com que medida de capitais próprios e alheios devem as sociedades financiar-se. Concretamente, os capitais próprios permitem maior estabilidade, uma vez que “*não são objeto de restituição, (...) não obrigam a pagamentos regulares que possam gerar incumprimento*” e, em regra, não são reembolsados ou, caso sejam, apenas serão após serem pagos todos os restantes credores<sup>2</sup>. São exemplos disso as entradas de capital por partes dos sócios e outras prestações efetuadas por estes que não obriguem a pagamentos regulares e cuja restituição se encontra dificultada por exigentes pressupostos legais<sup>3</sup>. Inversamente, os

---

<sup>1</sup> Aproveitamos neste ponto a explicação desenvolvida por Ana Perestrelo de Oliveira sobre o tema em *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª edição, 2015, págs. 31 a 34.

<sup>2</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª edição, 2015, pág. 37.

<sup>3</sup> Rui Pinto Duarte, *Suprimentos, Prestações Acessórias e Prestações Suplementares – Notas e Questões, Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, 2002, págs. 275 a 278.

capitais alheios “*têm em princípio pagamentos regulares associados e um prazo de vencimento e são pagos com prioridade relativamente aos capitais próprios*”<sup>4</sup>.

A contextualização serve essencialmente para introduzir os diversos meios de financiamento ao dispor das sociedades e enquadrá-los numa das categorias acima enunciadas.

No que toca ao presente trabalho, podemos facilmente concluir que o papel comercial se enquadra na perspetiva de capitais alheios, uma vez que por se tratar de “*títulos representativos de direitos de crédito sobre as próprias entidades emitentes*”, constituem uma fonte de recursos de curto prazo a que estas entidades podem recorrer<sup>5</sup> e obrigam-nas à restituição do capital acrescido dos juros aplicáveis à emissão.

Alguns aspetos constituem evidentes vantagens relativamente à restante panóplia de instrumentos direcionados para o financiamento societário. Desde logo, afastamo-nos do meio mais convencional de financiamento, nomeadamente, o recurso ao crédito bancário<sup>6</sup> (independentemente das modalidades assumidas) tendo em conta as exigências crescentes ao nível de garantias a prestar pelos mutuários, a necessidade de avaliação da adequação dos clientes pelas instituições de crédito, o conjunto de informações<sup>7</sup> que devem ser prestadas por estes, e que possibilitam essa mesma avaliação, as variações das taxas de juro e possíveis aumentos dos *spreads*<sup>8</sup> traduzem evidentes dificuldades do ponto de vista do sujeito no papel de investidor.

Por outro lado, do ponto de vista dos emitentes, a emissão de valores mobiliários representativos de dívida apresenta consideráveis vantagens, relativamente aos restantes meios de financiamento, que não podemos deixar de invocar: i) envolvem menos custos e riscos que o recurso a capitais próprios, uma vez que não existe a preocupação de recompensar os investidores com os riscos assumidos nesses casos, ii) constituem uma

---

<sup>4</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual cit.*, pág. 37.

<sup>5</sup> Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016, pág. 205 e Instituto Superior de Gestão Bancária, *Direito na atividade bancária*, Instituto de formação bancária, Lisboa, 2000, pág. 8.31.

<sup>6</sup> Ana Perestrelo de Oliveira, *Manual (...)*, pág. 124.

<sup>7</sup> Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, Almedina, 5ª edição revista e atualizada, 2014, páginas 410 e 411.

<sup>8</sup> In *Jornal de Negócios* de 19 de fevereiro de 2009, disponível em [http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/pme/detalhe/como\\_financiar\\_a\\_sua\\_empresa](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/pme/detalhe/como_financiar_a_sua_empresa).

forma segura, estável e flexível de obter recursos, com o acréscimo de permitirem a adaptação das características das emissões às necessidades concretas do emitente, iii) reduzem a dependência do financiamento bancário, e iv) diminuem os custos através da “desintermediação”, por conseguirem financiar-se diretamente junto dos investidores<sup>9</sup>.

Neste sentido, o estudo sobre o papel comercial surge pela evidência que tem sido demonstrada por este instrumento em três parâmetros distintos. De um lado, em função das vantagens *supra* apresentadas, de outro, em função da crescente atenção que tem sido dispensada pelo legislador no exponencial aumento de exigências ao nível da informação e proteção destinada ao investidor como veremos ao longo desta dissertação e por fim, a notória capacidade que atribui, quer as empresas de fazer face a necessidades urgentes de liquidez, quer dos investidores que beneficiam de um prazo mais curto relativamente a outros instrumentos de dívida para não se verem privados, a médio longo prazo do seu capital, assim como da rentabilidade assegurada pelos juros inerentes às emissões de papel comercial.

## 1.2 Origem e evolução legislativa

O regime aplicável ao papel comercial<sup>10</sup> surgiu, em Portugal, em 1992 através do Decreto-Lei 181/92 onde se reconhecia a necessidade de uniformização da emissão de títulos<sup>11</sup> de dívida de curto prazo<sup>12</sup>, até então sem regime diretamente aplicável.

Destaca-se também o facto de que o regime que recordaremos neste capítulo surgiu antes da entrada em vigor do Cód. VM (em 1 de março de 2000 através do DL 486/99, de 13 de novembro). Até então, o DL 181/92 referia-se ao papel comercial através da

---

<sup>9</sup> Baseamo-nos nas vantagens apontadas por Ana Perestrelo de Oliveira relativamente ao mercado das obrigações, que consideramos perfeitamente adaptável e aplicável ao papel comercial, em *Manual cit.*, pág. 142.

<sup>10</sup> Qualificação vulgarmente atribuída aos valores mobiliários de natureza monetária que originalmente eram tratados no DL 181/92 como títulos de dívida de curto prazo.

<sup>11</sup> A qualificação viria a ser alterada pelo DL 26/2000, de 3 de março que passou a atribuir a designação de “valores mobiliários”. A entrada em vigor do Cód. VM em 1999 também contribuiu nesse sentido.

<sup>12</sup> É o preâmbulo do diploma que anuncia o propósito da legislação.

designação de “títulos”, os quais apenas mais tarde receberam a denominação de valores mobiliários<sup>13</sup>.

A urgência em dotar o sistema financeiro com uma diversificada rede de “fontes de recursos de curto prazo a que as empresas” pudessem recorrer para reforçar as respetivas estruturas de capital levou o legislador nacional a definir um regime específico para o instrumento<sup>14</sup>.

Das normas plasmadas no DL 181/92 e tendo já na base alguns conhecimentos gerais do regime atual do papel comercial destacam-se características como os requisitos cumulativos para a emissão, previstos no antigo artigo 1º e que exigiam que as sociedades evidenciassem no “último balanço aprovado um capital próprio não inferior a 1 milhão de contos” e apresentassem “resultados positivos nos três últimos exercícios anteriores” àquele em que ocorresse a oferta. Excepcionalmente, o cumprimento destes requisitos poderia ser dispensado nos casos em que as obrigações de pagamento inerentes aos títulos se encontrassem garantidas por instituição de crédito legalmente habilitada nos termos no artigo 6º.

Os valores mobiliários seriam emitidos por prazo fixo, inferior a 365 dias<sup>15</sup>, com um valor nominal mínimo, legalmente fixado, de 10.000 contos. Admitia-se ainda o vencimento antecipado<sup>16</sup> em relação ao prazo estabelecido na emissão e de acordo com as condições estabelecidas nesta.

Destaca-se, no artigo 3º, o papel da “instituição sujeita à supervisão do Banco de Portugal”<sup>17</sup> à qual incumbiam as funções de guarda e administração dos títulos por conta de terceiros. Ainda que a lei não o qualifique, parece poder concluir-se que as

---

<sup>13</sup> A alteração da qualificação foi determinada pelo DL 26/2000, de 3 de março.

<sup>14</sup> Utilizaremos os conceitos de valores mobiliários e instrumentos financeiros indistintamente. Para melhor conhecer a discussão em torno das qualificações *vide* Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016, páginas 91 e ss.

<sup>15</sup> Prazo que foi mais tarde dilatado pela alteração legislativa decorrente do DL 77/2017, como veremos adiante.

<sup>16</sup> À qual o DL 181/92 atribuía a designação de “resgate” e que recebia o mesmo tratamento nos casos em que os emitentes readquirissem os títulos aos titulares.

<sup>17</sup> Designação dada às instituições de crédito e sociedades financeiras num período em que ainda não vigorava a Lei 298/92 que viria a estabelecer o RGICSF. Por questões de uniformidade, sempre que nos referirmos a estas, será utilizada a designação de intermediário financeiro.

obrigações que decorriam desta relação, para a instituição em causa, a caracterizavam como um contrato de depósito<sup>18</sup>. Este contrato constituía o intermediário financeiro na obrigação de guardar e administrar os títulos por conta de terceiros, os titulares. Importa aqui convocar as considerações de Paula Ponces Camanho sobre “*o contrato de depósito de títulos propriamente dito, ou seja, aquele em que o cliente entrega os títulos a um banco, para que este os guarde e, eventualmente, os administre. (...) No contrato que analisamos, os próprios títulos são entregues ao banco, e este tem efetivo conhecimento daquilo que guarda: do tipo de títulos, do seu número, etc.*”<sup>19</sup>.

Anota-se, neste contexto, o regime da transmissão, definido no n.º 4 do artigo 3.º que estabelecia uma relação complexa entre vários intervenientes para que essa transmissão operasse. Naqueles termos, o transmissário teria de comunicar à entidade responsável pela guarda e administração do título<sup>20</sup> que realizou o negócio translativo para que essa transmissão produzisse os efeitos pretendidos relativamente ao emitente.

A esta previsão acoplava-se a proibição de transmissões por endosso em branco<sup>21</sup> exigindo-se que os títulos fossem nominativos. Assim, também em função da forma de representação escolhida, surge um leque de menções que devem constar nos próprios títulos, caso revestissem forma titulada (artigo 10.º) ou, caso contrário, tratando-se de títulos sob a forma escritural, deveriam obedecer ao disposto no Aviso do Banco de Portugal n.º 11/92 e incluir os elementos exigidos pelo 5.º ponto do aviso<sup>22</sup>.

---

<sup>18</sup> Não nos cabe aqui desenvolver a temática do contrato de depósito, nomeadamente, as distinções entre o depósito regular, com o regime previsto nos artigos 1185.º e ss. do CC, e o depósito irregular (1205.º e 1206.º CC), modalidade onde se inclui o depósito bancário. Apenas fazemos referência por se tratar de uma obrigação *sui generis* em que aquilo que a instituição de crédito “*guarda*” consiste numa coisa infungível. Para melhor esclarecimento sobre o tema remetemos para Menezes Cordeiro, *Direito Bancário*, Almedina, 5.ª edição revista e atualizada, 2014, págs. 601 e ss.

<sup>19</sup> Paula Ponces Camanho, *Do Contrato de Depósito Bancário*, Almedina, 2005, págs. 86 e 87 *apud* Michele Spinelli & Giulio Gentile, *Diritto Bancario*, Seconda Edizione, Padova, Cedam, 1991, pág. 393.

<sup>20</sup> À qual o DL atribuía a qualificação de “entidade domiciliatária”.

<sup>21</sup> Nos termos do 2.º parágrafo do artigo 13.º da Lei Uniforme relativa às letras e livranças, entende-se por endosso em branco a situação em que a transmissão do título se processa sem que neste se identifique o transmissário.

<sup>22</sup> Nas contas abertas em nome dos respetivos titulares deveriam constar as seguintes menções: “a) *Identificação do titular ou titulares, bem como, neste último caso, a identificação do representante comum e as quotas dos contitulares, se não forem iguais*; b) *Identificação da entidade emitente e*

A segunda salvaguarda para o investidor<sup>23</sup> vinha prevista nos termos do artigo 6º que previa a possibilidade de as obrigações de pagamento serem “*garantidas por instituições de crédito*” que reunissem duas condições: i) a prestação de garantias se incluísse no seu objeto e ii) tivessem fundos próprios<sup>24</sup> não inferiores a 1 milhão de contos.

Estas duas condições são facilmente compreendidas e demonstram o objetivo de proteger os titulares de papel comercial. Por um lado, exige-se que a entidade que presta a garantia esteja legalmente e estatutariamente habilitada pelo respetivo objeto social<sup>25</sup> para o efeito. Por outro lado, o DL previa que essa garantia fosse prestada por entidade com atestada robustez patrimonial.

A terceira garantia revela-se na nota informativa<sup>26</sup> prevista no artigo 7º do DL 181/92 que incidia sobre a emissão e a situação financeira do emitente, devendo divulgar os elementos estabelecidos pelo Banco de Portugal no ponto 4º do aviso 11/92 relativo à nota informativa e que definia o respetivo conteúdo.

Eram também diferentes as exigências em função do tipo de oferta em causa. O nº 3 do artigo 7º previa para as emissões<sup>27</sup> públicas, a obrigatoriedade de publicar a referida

---

*descrição dos títulos a que a conta respeita, bem como as alterações que porventura se verifiquem em qualquer dos seus elementos; c) Quantidade de títulos que pertençam, em cada momento, ao titular ou titulares da conta e respetivo valor nominal, discriminando as alienações e aquisições; d) Data e valor de reembolso dos títulos, bem como juros, prémios ou outras remunerações pagas por força desses títulos; e) Constituição e extinção de ónus sobre os títulos inscritos.”*

<sup>23</sup> A primeira é obviamente determinada pelo princípio geral das obrigações (artigo 601º do CC), i.e., pelo cumprimento das obrigações assumidas pelo devedor responde todo o seu património, salvo nos casos de limitação da responsabilidade.

<sup>24</sup> Note-se que no caso do artigo 6º o DL 181/92 fala em “*fundos próprios*” enquanto na al. a) do artigo 1º/2 invoca o conceito de “*capital próprio*”. A distinção é fortuita. Se no primeiro caso a preocupação se reporta às disponibilidades que a instituição de crédito dispõe para fazer face ao eventual incumprimento da obrigação de pagamento pelo emitente, o segundo conceito em apreço reporta-se ao conceito referido no CSC “*entendido enquanto situação líquida da sociedade (ou seja, o ativo deduzido o passivo)*” como explica Ana Perestrelo de Oliveira em *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª edição, 2015, pág. 39.

<sup>25</sup> Sobre a importância do objeto social veja-se Paulo Olavo Cunha, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6º edição, 2016, pág. 134.

<sup>26</sup> Uma vez que se trata de um dos temas centrais da dissertação, a análise aprofundada e o confronto com o regime atual será tratado adiante.

<sup>27</sup> Leia-se «ofertas públicas de subscrição».

nota informativa. Contrariamente, em caso de emissões particulares, ou seja, destinadas a investidores particulares, o DL exigia apenas que a nota lhes fosse dada a conhecer “*previamente ao início do período de subscrição da emissão*”.

A preocupação com o fornecimento de informação ao investidor era (e continua a ser) um dos traços marcantes do regime, o qual obrigava nos termos do artigo 8º as entidades emitentes a publicar de imediato quaisquer “*factos novos posteriores à elaboração da nota informativa*”, desde que os mesmos fossem “*suscetíveis de afetar de maneira relevante a sua solvabilidade*” e não constassem já das publicações a que os emitentes estivessem legalmente obrigados.

O artigo 9º exigia que o Banco de Portugal, através de aviso, fixasse: a) *o montante máximo de recursos que as entidades emitentes podem obter através da emissão de títulos*, b) *a forma de liquidação dos juros*, c) *a constituição de disponibilidades mínimas de caixa ou de contas margem*, d) *o modo como deve ser facultada a informação estatística*, e) *os termos em que devem ser efetuadas as publicações a que se referem os n.ºs 1 e 3 do artigo 7º e o artigo anterior* [artigo 8º].

Deste modo, o Aviso nº 11/92 estabelecia, relativamente à alínea a), que para as entidades não financeiras, autorizadas pelo artigo 1º do RJPC, o “*montante máximo de recursos*”<sup>28</sup> que poderiam obter através da emissão de papel comercial seria de “*três vezes o somatório do capital social realizado, reservas e resultados*”. No que toca à alínea c), o Banco de Portugal determinava que “*quando a entidade emitente estiver sujeita à constituição de disponibilidades mínimas de caixa, os títulos por ela emitidos integram a respetiva base de incidência*”. Quanto aos juros (alínea b), o Banco de Portugal previa duas possibilidades para pagamento: ou na data do vencimento, ou, pagos em “*intervalos regulares de prazo não inferior a um mês*” em que a data da última contagem coincidia com a data do vencimento ou do resgate/vencimento antecipado.

No que resta do Aviso, o foco incide sobretudo sobre a nota informativa: o seu conteúdo, a obrigação de atualizar de 6 em 6 meses, o local da publicação e as principais informações exigidas tanto ao nível do emitente como do garante da emissão.

---

<sup>28</sup> Evidencia-se a falta de técnica legislativa, uma vez que o que estava em causa era o valor global da emissão.

O último ponto a destacar do regime prende-se com o facto de qualquer emissão de títulos que representassem direitos de crédito sobre o emitente, quer fosse por meio de oferta pública ou particular, com prazos fixos iguais ou inferiores a um ano, ou superiores a um ano e inferiores a dois anos deverem reger-se segundo as disposições do DL 181/92 (artigo 13º).

Posteriormente, o DL 231/94, de 14 de setembro provocou as primeiras alterações. Ditava o preâmbulo do diploma que a *“reforma e modernização do sistema financeiro nacional, assim como a liberalização dos movimentos de capitais”* exigiam alterações ao nível do regime em causa. Estas alterações surgiram na esteira do Tratado de Maastricht em 1994 e visavam a possibilitação de emissões de papel comercial por entidades não residentes e em moeda estrangeira, assim como a prossecução de uma cada vez maior eficiência do mercado.

A entrada em vigor do artigo 63º do TFUE<sup>29</sup> levou à abertura do mercado de capitais português ao investimento estrangeiro. E adicionalmente, o artigo 3º do DL 181/92 passou a exigir que os títulos estivessem previamente *“domiciliados junto de uma instituição de crédito sujeita à supervisão do Banco de Portugal, ou de uma sucursal em Portugal de instituição de crédito autorizada noutra Estado membro da UE”*.

De resto, destaca-se a alteração sobre o valor nominal mínimo dos títulos que passou a dever ser fixado por portaria do Ministério das Finanças.

A segunda alteração ao DL surgiu através da entrada em vigor do DL 343/98, de 6 de novembro, que determinou a alteração da denominação dos valores que até então estavam representados em escudos e, por esta via, passaram a ser representados em euros, adaptando o RJPC à moeda única em mais uma demonstração da europeização do mercado de capitais por determinação da entrada em vigor da nova moeda.

Como vimos anteriormente, no ano 2000, a substituição do conceito de título pelo de valor mobiliário operou por efeito da entrada em vigor do DL 26/2000, de 3 de março. Outras alterações relevantes surgiram no artigo 3º com o intuito de tutelar o registo, o controlo e a liquidação das operações realizadas sobre os valores mobiliários, de acordo com o previsto no DL 22/99, de 28 de janeiro que reforçou o papel do Banco de

---

<sup>29</sup> Dispõe o nº 1 do artigo que *“são proibidas todas as restrições aos movimentos de capitais entre Estados-Membros e entre Estados-Membros e países terceiros”*.

Portugal enquanto entidade responsável por “assegurar o registo e controlo de valores mobiliários de natureza monetária, bem como a estruturação, a administração e o funcionamento desse sistema e a liquidação de operações” sobre os valores mobiliários por via do antigo Sistema de Transferências Eletrónicas de Mercado (SITEME). A concretização das regras aplicáveis nesta fase surgia por via do Aviso nº 5/99 que estabelecia o regulamento aplicável ao SITEME<sup>30</sup> e aos respetivos participantes.

Naqueles termos, o “sistema de registo e controlo de valores mobiliários escriturais de natureza monetária é assegurado pela participação integrada das entidades emitentes, da central do SITEME e de intermediários financeiros ou das outras entidades a que se refere o n.º 9.º que estejam autorizados pelo Banco de Portugal a participar na central do SITEME<sup>31</sup>”.

Ainda no âmbito do artigo 3º, chamamos a atenção para o antigo nº 3. Passou a exigir-se às instituições de crédito encarregues do registo e controlo dos valores mobiliários que aferissem da conformidade das emissões relativamente às disposições legais aplicáveis, o que apenas nesses casos lhes permitira aceitar o registo ou o depósito desses valores.

A criação de condições de funcionamento do mercado mais eficientes e mais próximas da realidade europeia, assim como a prossecução do objetivo de “contribuir para o reforço da dinamização do mercado de capitais em Portugal”<sup>32</sup> levaram o legislador português a tomar a decisão de revogar o regime em vigor até 2004 e determinar a entrada em vigor do DL 69/2004.

A “não exigibilidade de rating ou de prestação de garantia quando se trate de emitentes com capitais próprios ou património líquido não inferiores a 5 milhões de euros ou sempre que o valor nominal unitário da emissão seja igual ou superior a

---

<sup>30</sup> O Banco de Portugal desativou mais tarde, a 1 de julho de 2015 a plataforma do Mercado Monetário Interbancário Sem Garantia através da Instrução do Banco de Portugal n.º 8/2015. Aquela decisão deveu-se à “diminuição significativa do número de operações realizadas e do montante transacionado neste mercado, em resultado da melhoria generalizada das condições de funcionamento do mercado monetário da área euro e da atividade entre as instituições residentes” segundo comunicado do Banco de Portugal.

<sup>31</sup> O artigo refere-se aos “intermediários financeiros (...) autorizados a prestar serviços de registo de valores mobiliários escriturais” de acordo com o antigo artigo 59º do Código do Mercado de Valores Mobiliários.

<sup>32</sup> De acordo com o preâmbulo do DL 69/2004, de 25 de março.

50.000€” e a transferência para a CMVM da competência regulamentar e fiscalizadora, foram as notas de destaque do novo regime.

Além destas, merecem o nosso realce algumas alterações determinadas pela maior integração de Portugal no contexto europeu, nomeadamente, através da inclusão do mercado de capitais num mercado europeizado.

A primeira nota reporta-se à técnica legislativa. A preocupação com o esclarecimento de conceitos marcadamente jurídico-contabilísticos como capital próprio, património líquido e fundos próprios demonstra a atenção do legislador para atribuir um considerável nível informativo ao investidor sobre conceitos que poderiam «à primeira vista» reconduzir-se à mesma realidade.

O segundo aspeto a tomar em consideração consistia na suscetibilidade de qualquer emissão de papel comercial passar a poder ocorrer de forma “*simples*”<sup>33</sup> ou de forma contínua ou por séries<sup>34</sup>.

A terceira nota destina-se a evidenciar o facto de, pela primeira vez, se admitir que o papel comercial seja emitido sob a modalidade “*ao portador registado*”, o que de certa forma, representa uma contrariedade face ao regime original dos valores mobiliários ao portador<sup>35</sup>.

Por fim, focamos a nossa atenção no quadro de elementos que passaram a ser exigidos pelo artigo 17º, onde se evidencia o incremento de informações a prestar pelos emitentes. Em concreto, deve notar-se a inclusão da alínea b) que passa a exigir a “*identificação das pessoas responsáveis pela qualidade da informação contida na nota informativa*”<sup>36</sup>. A remissão operada pelo artigo 20º para que a nota informativa recebesse o mesmo tratamento que a informação exigida no conteúdo do prospeto espelha de forma significativa o passo assumido pelo legislador para o reforço da

---

<sup>33</sup> É este o termo utilizado pelo DL para se referir às emissões que se extinguem no momento do vencimento fixado e não preveem emissões contínuas ou por séries.

<sup>34</sup> Veremos mais à frente como funcionam estas modalidades.

<sup>35</sup> Por contraposição aos valores mobiliários nominativos, os que assumem a modalidade “ao portador” não atribuem ao emitente a faculdade de conhecer a todo o tempo a identidade dos titulares, como dispõe o artigo 52º do Cód. VM. Neste caso, essa identidade revelar-se-ia por efeito do registo.

<sup>36</sup> Aspeto que abordaremos adiante sobre o impacto da entrada em vigor da legislação europeia aplicável aos valores mobiliários.

proteção ao investidor e a preocupação com a segurança que este pôde passar a revestir no momento da tomada de decisão de investimento. Destaca-se ainda o facto de que cada programa de emissão exigia “*uma informação complementar na medida do necessário para a individualização da mesma*” e seria verificada pela CMVM.

Em 2006, 2014 e 2017<sup>37</sup> entraram em vigor novas alterações que se destinaram sobretudo a harmonizar o regime em função da legislação europeia aplicável e a reforçar o nível informativo destinado aos investidores, com especial enfoque nos investidores não qualificados.

---

<sup>37</sup> Por efeito da entrada em vigor dos DL 52/2006, de 15 de março, DL 29/2014, de 25 de fevereiro e DL 77/2017, de 30 de junho. As mais recentes alterações serão obviamente abordadas aquando da análise do regime atualmente em vigor.

## **2. A influência do Direito europeu no novo regime do papel comercial**

### **2.1 Confronto do regime com as Diretivas aplicáveis aos OIC**

É notória a influência apresentada nas legislações de cada Estado Membro pelas opções legislativas europeias. O Direito dos valores mobiliários não é exceção, e o atual RJPC enquadra-se nesse paradigma.

Mais concretamente, a influência do RGOIC<sup>38</sup> sobre o regime aqui em apreço é reveladora daquela tendência acima descrita. A tutela aplicável aos OIC resulta da conjugação e transposição parcial das Diretivas 2009/65, 2011/61 e 2013/14 e, por sua vez, o RJPC prevê diversas disposições alinhadas com as normas estabelecidas no RGOIC. Com isto, podemos desde já concluir que as alterações ao RJPC foram provocadas com o intuito de alinhar o regime com o dos OIC, razão que se perceberá adiante.

A primeira demonstração dessa influência apresenta-se desde logo no novo prazo máximo de maturidade estabelecido para o papel comercial. O prazo de 397 dias, originalmente previsto no artigo 9º da Diretiva 85/611, viria a estar consagrado nas alíneas a) a c) do nº 2 do artigo 3º da Diretiva 2007/16 que deu execução à primeira e, cujo propósito foi delimitar aquilo que se entendia por instrumentos normalmente negociados no mercado monetário. Consequentemente, dispõe o nº 2 do artigo 1º que considera papel comercial “*os valores mobiliários representativos de dívida emitidos por prazo igual ou inferior a 397 dias*”. Esta alteração, introduzida através do DL 77/2017, de 30 de junho, vem plasmar aquilo que o RGOIC estabeleceu, desde logo, no nº 2 do artigo 169º para delimitar o prazo de referência dos instrumentos do mercado

---

<sup>38</sup> O Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo está previsto na Lei 16/2015, de 24 de fevereiro.

monetário. Este prazo constitui-se como ponto de orientação relativamente ao regime aplicável, isto porque, qualquer valor mobiliário representativo de dívida cujo prazo de vencimento seja igual ou inferior a 397 dias deve submeter-se ao novo RJPC, em cumprimento do princípio da tipicidade previsto no artigo 7º.

Como veremos adiante, as consequências não se revelam inócuas uma vez que alargando o prazo além dos 365 dias, o novo regime terá impactos em todas as emissões de valores mobiliários representativos de dívida cujos prazos de vencimento se compreendem entre aquele prazo e os atuais 397 dias.

Note-se que, uma vez enquadrado na categoria de instrumentos do mercado monetário, o papel comercial dispõe de um regime autónomo (DL 69/2004) mas deve entender-se que a todas as situações não previstas neste regime se aplica subsidiariamente o Cód. VM, resultado da previsão constante da al. b) do artigo 2º/1<sup>39</sup>.

Assumem especial relevo neste tema os CDCP, cuja previsão se encontra no artigo 11º-A, aditados pelo DL 77/2017, de 30 de junho. Este valor mobiliário deve considerar-se como uma subcategoria de papel comercial, i.e., caem na definição de papel comercial todos os valores mobiliários representativos de dívida cujo prazo de vencimento seja igual ou inferior a 397 dias, cujo propósito, como definido no preâmbulo do DL, foi o de criar, dentro do RJPC, um valor mobiliário “*elegível para investimento pelos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários*”.

E, dentro desta categoria, atribui-se a qualificação de CDCP aos valores mobiliários que cumpram cumulativamente os requisitos enunciados no nº 1 do artigo 11º-A. O primeiro, previsto na al. a) exige que os Certificados sejam dotados de liquidez, o que se reporta àqueles que “*podem ser vendidos com custos limitados num prazo adequadamente curto, tendo em conta a obrigação da entidade responsável pela gestão de satisfazer os pedidos de resgate*”<sup>40</sup>. A medida beneficia os GFIA na medida em que

---

<sup>39</sup>Sobre a compatibilização entre o Cód. VM e os vários diplomas que regularam o RJPC ao longo dos anos *vide* Cristina Sofia Dias, Notas e questões sobre a lei aplicável à emissão de instrumentos de dívida de curto prazo (Papel Comercial) por Sociedade com sede e administração efetiva em Portugal, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 12, 2001, págs. 107 a 109.

<sup>40</sup> O conceito de liquidez encontra-se concretizado no nº 4 do artigo 169º do RGOIC. Não podemos, todavia, deixar de notar que para se proceder ao apuramento da liquidez do Certificado, o legislador tenha

reduz os respectivos encargos ao nível do cumprimento do dever de verificação dos riscos de liquidez associados<sup>41</sup>.

O segundo requisito, previsto na al. b), consagra a exigência de os Certificados apresentarem um valor suscetível de ser determinado com exatidão. Essa determinabilidade encontra concretização no n.º 5 do artigo 169.º do RGOIC que nos diz que cumprem o requisito os valores mobiliários para os quais estão disponíveis sistemas de avaliação exatos e fiáveis que permitam calcular o valor da unidade de participação do OIC em valores mobiliários, em conformidade com o valor pelo qual o instrumento financeiro detido na carteira pode ser trocado ou assentem em dados de mercado ou em modelos de avaliação<sup>42</sup>.

Por fim, o requisito previsto na al. c) exige que os Certificados sejam livremente transmissíveis. Se, por um lado, o requisito revela uma exigência que, a não existir, desvalorizaria tais valores mobiliários, por outro lado, a referência legal pode considerar-se desnecessária, uma vez que a limitação ou exclusão da transmissibilidade implicaria a descaracterização dos Certificados enquanto valores mobiliários<sup>43</sup>.

Note-se que se ficciona que são líquidos os Certificados quando, nos termos da al. f) do artigo 4.º/1, “*seja contratado patrocinador da emissão*”. Bem se percebe esta solução uma vez que o patrocinador, para além do compromisso de retenção de uma parte da emissão, terá como principais funções a criação de mercado e a assistência no cumprimento dos deveres de informação por parte do emitente, além de que, transmite ao mercado uma perspectiva de rentabilidade associada ao instrumento em causa.

Destaca-se o n.º 3 do artigo 11.º-A. A disposição prevê um dever de identificação dos Certificados “*enquanto tais na informação apresentada aos investidores e nas*

---

recorrido a um conceito indeterminado para efeitos de apuramento do prazo (“*adequadamente curto*”). Por questões de uniformidade e segurança jurídica, seria conveniente estabelecer neste ponto que prazo se enquadra nestas condições.

<sup>41</sup> Alexandre Noronha de Oliveira, *Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime atual e perspetivas futuras*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 52, dezembro 2015, p. 18.

<sup>42</sup> De acordo com as duas alíneas do artigo 169.º/5 do RGOIC.

<sup>43</sup> Sobre a transmissibilidade dos valores mobiliários veja-se Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016, págs. 335 – 355.

*mensagens publicitárias*”<sup>44</sup>. A *ratio* subjacente revela a preocupação do legislador com os deveres informativos disponibilizados aos investidores, pretendendo garantir que a estes é dada a possibilidade de saber exatamente qual o tipo de valor mobiliário no qual estão a aplicar o seu capital. Pretende-se, portanto, evitar que o intermediário financeiro, no momento da comercialização dos Certificados, não identifique concretamente o “produto financeiro” em causa<sup>45</sup>. O problema coloca-se principalmente no âmbito dos deveres do intermediário financeiro no momento da comercialização, que abordaremos mais à frente.

## **2.2 Diretiva dos prospetos e o novo prazo de vencimento**

A Diretiva 2003/71/CE (Diretiva dos Prospetos) introduziu um regime uniforme para os Estados Membros relativamente ao dever de publicação de prospeto previamente a ofertas públicas de aquisição ou de admissão à negociação de valores mobiliários. A medida justificou-se pelo facto de a divulgação de informação completa sobre os valores mobiliários e respetivos emitentes promover a proteção dos investidores e, além disso, *“tal informação representa um meio eficaz para reforçar a confiança nos valores mobiliários, contribuindo assim para o bom funcionamento e desenvolvimento dos*

---

<sup>44</sup> Recordemos que a divulgação completa e total das informações relevantes para a tomada de decisão dos investidores é a forma mais adequada para garantir a proteção dos investidores. Cfr. Marc I. Steinberg, *International Securities Law – A Contemporary and Comparative Analysis*, International Banking, Finance and Economic Law Series, Vol. XI, Kluwer Law International, 1999, pág. 292.

<sup>45</sup> Pretende-se, portanto, evitar situações como as descritas no Ac. da RP de 30-05-2017 (Maria Cecília Agante) em que se esclarece que os *“intermediários financeiros, nas relações com todos os intervenientes no mercado, estão adstritos aos ditames da boa fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência, designadamente informando-se junto do cliente sobre os seus conhecimentos e experiência no que respeita ao tipo específico de instrumento financeiro ou serviço oferecido ou procurado, bem como, se aplicável, sobre a situação financeira e os objetivos de investimento do cliente (artigo 304º/2 e 3 do Cód. VM)”*.

*mercados de valores mobiliários*”<sup>46</sup> pelo que essa informação deve ser prestada através da publicação de um prospeto.

Porém, a Diretiva excluiu a aplicabilidade aos instrumentos do mercado monetário com um prazo de vencimento inferior a 12 meses, o que face ao regime anterior (que previa um prazo máximo de vencimento de 365 dias para as emissões de papel comercial), permitia total compatibilização entre as disposições da Diretiva e do RJPC.

Recordemos que aquelas exigências previstas na Diretiva foram transpostas pelo DL 38/2003, de 8 de março para o Cód. VM, o qual passou a estabelecer na al. n) do artigo 111º/1 que “*as ofertas públicas de valores mobiliários representativos de dívida emitidos por prazo inferior a um ano*” não se encontrariam abrangidas pela exigibilidade de divulgação de um prospeto (134º/1 do Cód. VM)<sup>47</sup>.

Neste momento, a questão coloca-se quanto ao novo prazo de vencimento. Como vimos anteriormente, as emissões de papel comercial ao abrigo do novo regime podem alargar o prazo de vencimento até 397 dias. E, uma vez que a natureza de valor mobiliário representativo de dívida se mantém, parecem suscitar-se incompatibilidades para as emissões cujo prazo se compreenda entre os 365 e os 397 dias, ou seja, devem os emitentes cumprir o dever de divulgação de prospeto em emissões com prazo superior a 365 dias ou, devem cumprir o previsto no novo RJPC, embora contrariando as disposições do Cód. VM?

Por um lado, a divulgação de um prospeto permite ao investidor ter acesso a um documento publicado, devidamente aprovado pela CMVM (114º/1 Cód. VM), com informações sobre a emissão, o emitente e as respetivas características da oferta, embora esse processo seja obviamente mais moroso, o que se poderá considerar contraproducente face às características inerentes às emissões de papel comercial.

---

<sup>46</sup> De acordo com o Considerando (18) da Diretiva dos Prospetos.

<sup>47</sup> Deve esclarecer-se que este fator não implica qualquer falta de proteção ou desamparo para o investidor. Como bem sabemos, a nota informativa (17º/1 do RJPC) desenvolve o mesmo propósito que o prospeto, embora obedeça a moldes diferentes resultantes da necessidade de adequação em função do curto prazo de vencimento do papel comercial e, por esse motivo, tem o propósito de agilizar os procedimentos que antecedem a emissão (desse objetivo destaca-se a inexigibilidade de aprovação da nota informativa pela CMVM).

A segunda hipótese, reporta-se ao exclusivo cumprimento das disposições do RJPC e, portanto, ainda que a emissão ou programa de emissão se constituam por prazo superior a 365 dias, os deveres informativos subjacentes serão cumpridos pela divulgação da nota informativa, embora em contradição com o disposto no Cód. VM.

De excluir liminarmente, parece-nos, será a hipótese de exigir a divulgação dos dois documentos quer por questões de excessiva onerosidade para os emitentes, quer pela morosidade que provocaria tal exigência, quer ainda pelo quadro normativo vigente no RJPC, o qual prevê a dispensa da nota informativa nos casos em que já “*exista um prospeto válido que inclua a possibilidade de emissão de papel comercial*” e “*desde que o prospeto contenha informação equivalente*” àquela que é exigida para a nota informativa<sup>48</sup>.

Posto isto, a solução mais adequada parece ser aquela em que se mantém “apenas” a exigência de divulgação de nota informativa nas emissões cujo prazo de vencimento é superior a 365 dias. Ainda que contrarie as disposições do Cód. VM, esta posição deve prevalecer por várias razões. Em primeiro lugar por uma questão de adequação. A nota informativa consiste num documento especificamente criado para as emissões de papel comercial que pretende traduzir-se num procedimento com menor morosidade, menores exigências do ponto de vista do conteúdo informativo e da respetiva extensão e cuja aprovação pela CMVM deverá ocorrer num muito curto espaço temporal<sup>49</sup>. Portanto, a excecionalidade do regime face ao Código convoca a prevalência que aqui defendemos.

Em segundo lugar, pelo facto de o legislador não ter previsto qualquer desvio ao regime para estas situações, tendo limitado a sua intervenção ao nível do alargamento do prazo máximo de vencimento.

E, por último, pelo absurdo que representaria a possibilidade de serem emitidos valores mobiliários da mesma categoria, com as mesmas características, mas aos quais seriam aplicáveis regimes diferentes. No entanto, seria desejável acautelar-se esta desconformidade entre o novo RJPC e o Cód. VM quer por uma questão de clareza

---

<sup>48</sup> Como estabelece o artigo 17º/7 do RJPC.

<sup>49</sup> O artigo 12º/3 exige que o Supervisor comunique a aprovação ou recusa da nota informativa num prazo de três dias úteis.

quanto às disposições aplicáveis, quer com o objetivo de evitar eventuais litígios futuros emergentes desta *nuance* sobre deveres informativos a prestar pelos emitentes.

## **2.3 O parecer relativo à emissão ou programa; ratio do artigo 17º/2**

Outra novidade de maior relevo no novo RJPC coloca-se relativamente ao artigo 17º/2 que passou a exigir sobre a nota informativa, além das informações anteriormente exigidas, a inclusão de *“um parecer elaborado por intermediário financeiro, pelo patrocinador da emissão ou por revisor oficial de contas, em qualquer caso, desde que não sujeito a instruções do emitente, tendo por objeto a verificação das informações ali contidas”*. Esta alteração tem na sua base a conformação com o que já previa o artigo 172º/6 al. c) do RGOIC, cujo propósito é a verificação *“sobre a emissão ou programa de emissão e sobre a situação jurídica e financeira do emitente anterior à emissão”*<sup>50</sup>.

Ora, neste caso, a preocupação é clara. Pretendeu-se enquadrar o papel comercial na categoria de valores mobiliários que representam ativos líquidos para efeitos do cumprimento dos requisitos de elegibilidade desses valores mobiliários e que permite a sua integração nas carteiras de OIC em valores mobiliários<sup>51</sup>.

Recordemos que, para os instrumentos do mercado monetário, como é o caso do papel comercial, integrarem estas carteiras, uma de duas condições deve estar verificada: ou

---

<sup>50</sup> Cujos conteúdo remete para a al. a) do mesmo artigo e que corresponde com a primeira parte do artigo 17º/2.

<sup>51</sup> Deve destacar-se que essa integração seria sempre possível até ao limite de 10% do valor líquido global da carteira. A introdução destas disposições visou que esse limite pudesse ser ultrapassado quando o papel comercial cumprisse os requisitos previstos nas alíneas a) a d) do artigo 172º/6 do RGOIC.

se trata de papel comercial admitido à negociação em mercado regulamentado<sup>52</sup>, ou, caso não esteja admitido, possam ser considerados líquidos, o seu valor seja suscetível de ser determinado com exatidão, sejam livremente transmissíveis e “*estejam disponíveis informações adequadas sobre os mesmos, incluindo informações que permitem uma avaliação apropriada dos riscos de crédito relacionado com os investimentos em tais instrumentos*”<sup>53</sup>.

Por sua vez, essa avaliação requer a disponibilização de informações adequadas que permitam submeter o emitente ou a emissão à regulamentação para efeitos de proteção dos investidores ou da poupança<sup>54</sup>, o que nos termos do RGOIC, se refere a “*informação sobre a emissão ou o programa de emissão e sobre a situação jurídica e financeira do emitente anterior à emissão do instrumento no mercado monetário*”<sup>55</sup> (al. a) do artigo 172º/6).

Adicionalmente, exige-se que essas informações sejam atualizadas numa base periódica (al. b)), sejam verificadas por terceiros devidamente qualificados e independentes relativamente ao emitente (al. c)) e que sejam disponibilizadas estatísticas fiáveis sobre a emissão ou os programas de emissão (al. d)).

Posto isto, facilmente se percebe que o RJPC absorveu estas disposições, “transpondo-as” para o DL 69/2004, provavelmente com a intenção de clarificar em que condições pode o papel comercial subsumir-se à categoria de instrumento do mercado monetário elegível para integrar as carteiras de OIC.

---

<sup>52</sup> Não importa se esse mercado funciona num Estado Membro ou num país terceiro, desde que a escolha deste seja autorizada pela CMVM.

<sup>53</sup> Exigências previstas nas subalíneas i), ii) e iii) do artigo 172º/1 f)

<sup>54</sup> São estas as considerações previstas pelo legislador na al. f) do artigo 172º/1.

<sup>55</sup> Note-se que, para os casos previstos para as entidades referidas na al. c) do nº 2 e no nº 4, as informações a prestar são alternativas, ou seja, devem ser prestadas “*sobre a emissão (ou programa de emissão) ou sobre a situação jurídica e financeira do emitente anterior à emissão*”. A justificação passa pelo facto de o emitente ser, ou ter sido prestada garantia por, “*órgãos da administração central, regional ou local, ou pelo banco central de um Estado membro, pelo Banco Central Europeu, pela União Europeia, pelo Banco Europeu de Investimento, por um país terceiro ou, no caso de um Estado federal, por um dos Estados que compõem a federação, ou por uma instituição internacional de carácter público a que pertençam um ou mais Estados membros*”, o que caso não se verifique, passe a enquadrar-se na previsão do nº 6 do artigo 172º do RGOIC.

Acresce que, posteriormente, o texto do artigo 17º/2 foi alterado pela Declaração de Retificação 22/2017, de 25 de agosto<sup>56</sup>.

Nesse sentido, cumpre evidenciar algumas notas. Em primeiro lugar, a redação inicial tinha como consequência que qualquer nota informativa de papel comercial não admitido à negociação deveria incluir o parecer com o objetivo de verificação das informações contidas naquela, o que, ao acontecer, colocaria o papel comercial como ativo elegível para integrar as carteiras dos OIC, nos termos previstos na al. c) do nº 6 do artigo 172º do RGOIC, uma vez que as exigências previstas nesta disposição continham as mesmas exigências previstas na versão original do artigo 17º/2.

Em segundo lugar, e como mera consequência lógica, tendo por base a versão inicial (anterior à Declaração de Retificação) e face à vigência do RGOIC, a conclusão a que o intérprete chegaria seria a seguinte: se as disposições previstas na al. c) do artigo 172º/6 do RGOIC se destinavam a estabelecer os critérios, que uma vez cumpridos pelos instrumentos do mercado monetário, atribuiriam a estes o estatuto de ativos elegíveis para integrar as carteiras dos OIC, então, se o conteúdo do artigo 17º/2 consistia numa mera reprodução daquela disposição, todo o papel comercial não admitido à negociação cuja nota informativa incluísse parecer com aquelas exigências poderia ser considerado ativo elegível. No entanto, este regime constituía na esfera dos emitentes o ónus de garantir o cumprimento daquelas disposições, ainda que não tivessem subjacente o propósito de que o papel comercial emitido viesse a ser adquirido por OIC.

E além desse fator, revelava-se desnecessária a inclusão da norma pelo facto de o RGOIC já prever tais exigências, pelo que bastaria uma mera remissão.

Posto isto, a Declaração de Retificação de 22/2017 veio resolver as dúvidas acima identificadas. Lê-se agora que a nota informativa deve incluir o parecer apenas “*quando o papel comercial se destine a ser adquirido por*” OIC, o que consequentemente leva a concluir *a contrario* que nos casos em que essa pretensão não se verifique, será desnecessária a inclusão do mesmo, bastando que a nota informativa preste as informações “*sobre a emissão ou programa de emissão, a situação patrimonial,*

---

<sup>56</sup> A Declaração visou introduzir, relativamente ao parecer cujo objeto se identifica com a verificação das informações contidas na nota informativa, a expressão “*quando o papel comercial se destine a ser adquirido por entidades sujeitas ao disposto na alínea c) do nº 6 do artigo 172º*” do RGOIC.

*económica e financeira, individual e consolidada, e do grupo em que se inserem, e as características da emissão*”<sup>57</sup>.

Parece-nos, portanto, que a Declaração em causa, permitiu clarificar o regime e estabelecer a distinção necessária, o que não invalida que não fosse já possível chegar a essa interpretação, na ausência dos n.ºs 1 e 2 do artigo 17.º. Nesse caso hipotético, o intérprete poderia desde logo ter por base o artigo 172.º/6 do RGOIC e adotar uma de duas soluções. Ou cumpria as disposições previstas nas alíneas a) a d) do artigo ou, não cumprindo, o papel comercial emitido ao abrigo dessa emissão ou programa de emissão apenas poderia integrar as carteiras dos OIC até ao limite de 10% do seu valor líquido global.

A conclusão, portanto, passará por considerar que a intenção do legislador foi a de clarificar a aplicabilidade das normas previstas para aferição do carácter de ativos líquidos aos instrumentos do mercado monetário, como é o caso do papel comercial, e em que casos este pode ou não integrar as carteiras dos OIC.

## **2.4 Responsabilidade pelo conteúdo da informação**

Assume especial relevância neste ponto o artigo 20.º do DL 69/2004 enquanto exceção ao que foi descrito anteriormente. O regime introduz uma ponte, a estabelecer com o Cód. VM, designadamente, com o artigo 149.º. Embora se tenha dito que não está previsto para as emissões de papel comercial a elaboração e divulgação de prospeto enquanto elemento informativo destinado à proteção do investimento, o artigo 20.º do RJPC impõe que em casos de ofertas públicas e de admissão à negociação de papel comercial se aplicam as disposições em matéria de responsabilidade à nota informativa.

Efetivamente, uma vez que a nota informativa cumpre as mesmas finalidades que o prospeto, tendo apenas uma estrutura adaptada em função das características (mormente, o curto prazo) do instrumento em causa, o legislador entendeu que quando estão em causa ofertas públicas e admissões à negociação, o quadro normativo que

---

<sup>57</sup> Exigências resultantes do artigo 17.º/1 e correspondentes às informações requeridas no anexo ao DL 69/2004.

prevê a responsabilidade das entidades envolvidas na preparação e divulgação do prospeto devem aplicar-se.

A medida justifica-se pelo facto de, nestes casos, as emissões se destinarem a um conjunto indeterminado de destinatários cuja confiança e segurança jurídica merecem tutela, “*não exigindo um prévio nexó contratual entre lesado e lesante*”<sup>58</sup>.

Desta forma, o legislador pretendeu salvaguardar a posição dos investidores, estabelecendo o (óbvio) paralelismo existente entre a informação que deve constar no prospeto e na nota informativa, ao identificar como responsáveis pela conformidade do conteúdo da nota informativa com as exigências ao nível da “*completude, veracidade, atualidade, clareza, objetividade e licitude, e com o propósito de que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta e sobre o emitente (em particular, a sua «situação patrimonial, económica e financeira»)*, atestar que, tanto quanto é do seu conhecimento – em função do exercício das suas competências e atribuições, de acordo com elevados padrões de diligência profissional –, a informação constante [da nota informativa] está de acordo com os factos por si conhecidos, não existindo omissões suscetíveis de alterar o seu alcance”<sup>59</sup>.

Recordemos neste ponto as considerações de José Ferreira Gomes face ao regime do 149º Cód. VM cuja interpretação, com a qual concordamos, é a de que as entidades descritas nas várias alíneas do artigo apenas serão responsáveis na medida da sua participação na preparação e avaliação das informações contidas no prospeto<sup>60</sup>.

Nesta perspetiva, embora o artigo 17º/1 do RJPC disponha que são os emitentes as entidades competentes para elaborar a nota informativa, deve entender-se, nos mesmos termos que para o regime aplicável ao prospeto, que estarão abrangidas todas as pessoas que participaram na preparação das informações que constam na nota informativa.

---

<sup>58</sup> Paulo Câmara, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016, pág. 736.

<sup>59</sup> José de Melo Rodrigues & Juliano Ferreira, A responsabilidade pelo conteúdo do prospeto – O caso específico do Revisor Oficial de Contas, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 55, dezembro 2016, pág. 174.

<sup>60</sup> Embora ao oferente essa responsabilidade deva ser mais alargada, pois como bem se percebe “*quem oferece deve informar claramente sobre aquilo que oferece, respondendo pela violação desse dever*” cfr. José Ferreira Gomes, *Responsabilidade civil pelo prospeto*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 56, abril 2017, págs. 59 a 77.

Destacam-se, no entanto, os casos em que sobre estas informações deve emitir-se parecer com o propósito de as verificar. Este parecer, exigido pelo artigo 17º/2, nos casos em que o papel comercial não se destine à admissão à negociação em mercado regulamentado<sup>61</sup> tem de ser elaborado por Intermediário Financeiro, pelo Patrocinador da emissão ou por ROC (“*em qualquer caso, não sujeito a instruções do emitente*” ou “*terceiro independente e qualificado*”<sup>62</sup>).

Posto isto, deve ainda ter-se em consideração o seguinte: o artigo 149º Cód. VM aplica-se por remissão do artigo 20º RJPC, i.e., as disposições sobre a responsabilidade pelo conteúdo do prospeto aplicam-se relativamente ao conteúdo da nota informativa, o que significa que toda a informação contida nesta atribui responsabilidade às pessoas que participaram na elaboração da mesma. Acresce que, pela letra do artigo 17º/2, a “*nota informativa (...) deve incluir (...) um parecer*”, logo, deverá aplicar-se o disposto no artigo 149º à entidade que emitir o parecer, por este fazer parte do conteúdo da nota.

Poderá, ainda assim, surgir o problema quanto à alínea do artigo 149º/1 a que subsumir essa entidade quando esta se reporte a Intermediário Financeiro ou ROC que tenha sido propositadamente para exercer as funções previstas no artigo 17º/2, sem ter previamente qualquer relação estabelecida com o emitente. Uma vez que não existe qualquer vínculo anterior a essa contratação e o propósito inerente se reporta exclusivamente à elaboração do parecer, parece-nos que a solução mais adequada será a subsunção à alínea h) do artigo 149º/1 e, desse modo, constitui a entidade em causa “*como garante do cumprimento dos critérios legais de qualidade de informação, relativamente à informação, previsão ou estudo enunciado*”<sup>63</sup>.

## **2.5 Eurocommercial Paper**

---

<sup>61</sup> Pelo que restam os casos de oferta particular, oferta pública e de admissão à negociação em mercado não regulamento.

<sup>62</sup> Caracterização dada pelas *FAQs* da CMVM sobre o novo RJPC, disponíveis em [http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq\\_papel\\_comercial\\_07092017.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/AreadoInvestidor/Faq/Pages/faq_papel_comercial_07092017.aspx)

<sup>63</sup> Leia-se, neste caso, o parecer.

Neste último ponto pretende-se destacar a figura do *Eurocommercial Paper*. Este valor mobiliário enquadra-se estruturalmente nos mesmos moldes do papel comercial que aqui abordamos, tratando-se de um instrumento do mercado monetário que atribui ao seu titular um direito de crédito sobre o emitente e cujo prazo de vencimento é sempre relativamente curto, sendo que a referência é normalmente um ano.

A especificidade reporta-se à moeda em que a emissão é feita, uma vez que o objetivo passa por disponibilizar noutros mercados monetários internacionais os valores mobiliários representativos de dívida do emitente, essas emissões operam com outra moeda que não aquela que é habitualmente utilizada no país de origem da sociedade emitente<sup>64</sup>.

Do ponto de vista do financiamento societário, o *Eurocommercial Paper* representa uma alternativa interessante face ao financiamento bancário e principalmente do ponto de vista da divulgação da sociedade emitente noutros mercados, assim como a possibilidade de atração de investimento nesses mercados.

---

<sup>64</sup> Gunter Dufey & Ian H. Giddy, Innovation in the International Financial Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 12, nº. 2, Tenth Anniversary Special, 1981, pág. 43.

### 3. Regime

#### 3.1 Definição e principais características

Com origem no sistema norte-americano<sup>65</sup>, o papel comercial surgiu como fonte de financiamento de curto prazo por parte de empresas que utilizavam este meio de forma a escapar ao modo de financiamento mais usual, ou seja, através de crédito bancário<sup>66</sup>.

Apesar de, tradicionalmente, o recurso a esta figura ser mais recorrente no mercado norte-americano que nos países europeus<sup>67</sup>, não deixa de poder ter-se em consideração que a estrutura mais versátil do instrumento em causa permite acelerar o processo de emissão e de recolha de financiamento junto do mercado, o que vai ao encontro das necessidades empresariais quando surgem carências de tesouraria.

Realce-se que a própria conceção do instrumento, quando definido, revela a ideia de que o papel comercial está pensado apenas para algumas categorias de emitentes que reúnem determinadas características e que, por sua vez, lhe atribuem uma dimensão adequada e apropriada para a emissão. Essa perspetiva evidencia-se ao entender-se que o papel comercial é “*um instrumento de dívida de curto prazo emitido por grandes empresas*”<sup>68</sup>.

Desse modo, instrumento de dívida mais não significa que o financiamento da sociedade emitente se concretiza através de capitais alheios, ou seja, através de fundos provenientes de investidores que não pertencem à estrutura acionista da sociedade e que implicam a devolução e a remuneração através de montante adicional, usualmente, em forma de juros. A referência a curto prazo refere-se, como vimos, à curta maturidade associada ao papel comercial que se compatibiliza com a função primordial deste instrumento que é a resolução de necessidades pontuais de liquidez. Por fim, apesar de

---

<sup>65</sup> José Engrácia Antunes, *Os Instrumentos Financeiros*, 3ª edição, Almedina, pág. 286.

<sup>66</sup> Timothy Q. Cook & Robert K. Laroche, *Instruments of the money market*, 7th Edition, 1993, pág. 105.

<sup>67</sup> Veja-se a comparação entre emissões nos dois mercados em Marcin Kacperczyk & Philipp Schnabl, *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-2009*, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. XXIV, n.º 1, págs. 30 e 31.

<sup>68</sup> Marcin Kacperczyk & Philipp Schnabl, *cit.*, pág. 29.

não existir uma restrição clara, a indicação de que o papel comercial está mais direcionado para o financiamento de “grandes empresas” fundamenta-se nas exigências ao nível dos requisitos a verificar pelas sociedades emitentes.

Daqui decorrem os elementos caracterizadores como o prazo de vencimento bastante curto e o revestimento de todas as características enquanto instrumento financeiro, nomeadamente quanto à forma de representação e transmissibilidade, e que constituem os elementos essenciais dos quais nos socorremos para alcançar uma correta definição de papel comercial.

Acrescente-se que a evolução dos valores mobiliários e o respetivo ponto de partida enquanto títulos de crédito assume especial relevância no que ao papel comercial diz respeito<sup>69</sup>.

Como foi referido anteriormente, o papel comercial integra o conceito de instrumentos do mercado monetário de acordo com o ponto 17) do artigo 4.º, n.º 1 da Diretiva 2014/65 (DMIF II)<sup>70</sup>, o que, por sua vez, o enquadra na categoria de Instrumentos Financeiros como definido no ponto 2) da Seção C do Anexo I da DMIF II.

A amplitude conceptual dos Instrumentos Financeiros encerra em si diversas características que sempre reportámos aos valores mobiliários. Não advêm daqui consequências de maior uma vez que apesar de o conceito ser distinto, a estrutura mantem-se, assim como os elementos caracterizadores.

Por essa via, torna-se conveniente para esta análise relembrar questões como a forma de representação, a modalidade e a transmissibilidade enquanto características do papel comercial.

---

<sup>69</sup> Sobre a relação entre títulos de crédito e valores mobiliários, designadamente, quanto ao enquadramento das emissões de papel comercial nos títulos de crédito emitidos de forma massificada *vide* Engrácia Antunes, *Os Títulos de Crédito: Uma Introdução*, 2ª edição, 2012, págs. 34.

<sup>70</sup> Segundo aquele preceito instrumentos do mercado monetário são “*as categorias de instrumentos habitualmente negociadas no mercado monetário, como por exemplo bilhetes do Tesouro, certificados de depósito e papel comercial, com exclusão dos meios de pagamento*” (sublinhado nosso).

Posto isto, deve considerar-se papel comercial todo o valor mobiliário representativo de um direito de crédito sobre o emitente, cujo prazo de vencimento não pode ser superior a 397 dias<sup>71</sup>.

Este *instrumento monetário impuro*<sup>72</sup> antecipou as alterações impostas pela Lei 15/2017, de 3 de maio, que visou provocar a extinção dos valores mobiliários sob a modalidade de representação ao portador. Como tal, a nova redação do artigo 10º do RJPC eliminou a possibilidade de emissão de papel comercial ao portador, exigindo, consequentemente, que todos os instrumentos financeiros dessa qualidade adotassem a modalidade nominativa e, portanto, permitam ao emitente “*conhecer a todo o tempo a identidade dos titulares*”<sup>73</sup>.

Por outro lado, o papel comercial reveste a forma escritural, opção introduzida desde logo pela versão original do DL 69/2004, de 25 de março, como clara manifestação do caminho assumido ao longo dos anos no sentido da desmaterialização dos valores mobiliários<sup>74</sup> e, ao mesmo tempo, compatibilizar o regime com a agilidade que o caracteriza. Posto isto, deve o papel comercial assumir forma escritural e, portanto, ser registado em conta aberta junto da sociedade emitente ou de intermediário financeiro que o represente, em nome do titular.

---

<sup>71</sup> Replicamos a definição proposta por Engrácia Antunes que refere que o papel comercial “*consiste num valor mobiliário representativo de um crédito pecuniário de prazo inferior a um ano*” in José Engrácia Antunes, *cit.*, pág. 286. O único ajuste reporta-se ao novo prazo decorrente das alterações impostas pelo DL 77/2017, de 25 de agosto.

<sup>72</sup> A expressão pertence a José Engrácia Antunes ao ensinar que estes consistem em “*instrumentos financeiros híbridos, que resultam da combinação de um instrumento monetário e outro tipo de instrumento financeiro. Tal o caso dos instrumentos monetários de natureza mobiliária, os quais, constituindo estruturalmente valores mobiliários (dotados de representabilidade, homogeneidade, fungibilidade, e negociabilidade organizada), são objeto de negociação no mercado monetário*”. José Engrácia Antunes, *cit.*, pág. 264.

<sup>73</sup> Era essa a expressão que permitia distinguir valores mobiliários nominativos e ao portador na redação revogada do artigo 52º do Cód.VM.

<sup>74</sup> Carlos Ferreira de Almeida, *Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais*, Separata da Revista da Banca, n.º 26, abril/junho 1993, pág. 27. Para uma visão mais aprofundado sobre os valores mobiliários escriturais, Amadeu José Ferreira, *Valores Mobiliários Escriturais*, Almedina, 1997.

## 3.2 Requisitos da emissão

O RJPC estabelece, segundo o art. 2º, que têm capacidade para emitir papel comercial “*as sociedades comerciais ou civis sob forma comercial, as cooperativas, as empresas públicas e as demais pessoas coletivas de direito público ou privado*”, sendo através desta enumeração que se define o âmbito subjetivo das pessoas a quem o regime atribui legitimidade para se financiarem através de emissões de papel comercial.

As emissões estão condicionadas pela verificação de um dos requisitos enunciados no art. 4º, n.º 1 do RJPC, quando o valor unitário do papel comercial seja igual ou superior a 50.000€. O valor serve de referência para determinar o tipo de emissão com que nos deparamos. Ora, uma vez emitido papel comercial cujo valor unitário seja igual ou superior a 50.000€, entende o legislador que deve dispensar-se o cumprimento de qualquer um dos requisitos enunciados no n.º 1 do art. 4º. Esta solução tem uma explicação óbvia e que decorre da interpretação global do n.º 2 do art. 4º.

Solução equiparável à da alínea a) é aquela em que a emissão seja “*integralmente subscrita por investidores qualificados*” (al. b)), e se dispensa o emitente do cumprimento de um dos requisitos do art. 4º/1.

Esta opção segue a linha do Cód. VM, designadamente, quanto à distinção entre ofertas públicas e particulares. A ideia subjacente é a de que, quando a emissão se destine apenas a investidores qualificados e/ou o valor unitário do papel comercial seja igual ou superior a 50.000€, o nível de proteção prestada através das exigências legais previstas nos requisitos será dispensado, por se considerar que quem investe em instrumentos financeiros nestas condições dispõe de elevada capacidade analítica e um nível elevado de conhecimentos relativos às condições em que o emitente realiza a emissão, assim como uma maior capacidade para suportar perdas, características que são usualmente reconhecidas a investidores qualificados<sup>75</sup>. A qualificação, obviamente, despoleta

---

<sup>75</sup> Da mesma forma, as DMIF (I e II) estabelecem a distinção através da delimitação das entidades que se enquadram na categoria de “*clientes profissionais*”, os quais consideram ser aqueles que dispõem “*da experiência, dos conhecimentos e da competência necessários para tomar as suas próprias decisões de*

diferentes soluções ao nível dos direitos, deveres e proteção assegurados a cada tipo de investidor<sup>76</sup>.

Notemos que a opção legislativa atual é bem mais flexível relativamente ao cenário anterior. Ao invés de se exigir o cumprimento cumulativo de vários requisitos como um nível adequado de capitais próprios/património líquido, a apresentação de resultados positivos e de notação de risco<sup>77</sup>, o regime atual prevê apenas o cumprimento de um dos requisitos que explicamos seguidamente.

Como tal, quando o papel comercial for emitido com valor unitário inferior a 50.000€, devem os emitentes cumprir um dos requisitos do art. 4º/1 do RJPC. O primeiro requisito que encontramos reporta-se à apresentação de notação de risco da emissão ou programa de emissão ou, por outro lado, do próprio emitente<sup>78</sup>.

A notação de risco é, segundo a definição constante do artigo 3º, n.º 1, al. a) do Regulamento 1060/2009<sup>79</sup> “*um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, ações preferenciais ou outros instrumentos financeiros, emitido através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação*”. Nesse sentido, pretende-se que o investidor em papel comercial beneficie da informação prestada pelas agências de notação de risco<sup>80</sup> que “*agregam e sistematizam informação sobre o nível de risco de*

---

*investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem*”. Por exclusão, deve considerar-se não qualificados todos os investidores que não se enquadrem nestes parâmetros.

<sup>76</sup> José de Oliveira Ascensão, *A proteção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IV, 2003, págs. 13-40.

<sup>77</sup> Apenas seria possível afastar estas exigências mediante a prestação de garantia bancária que garantisse aos investidores o pagamento do reembolso do capital e dos respetivos juros. António Manuel Proença, *Produtos e Instrumentos Financeiros – regime fiscal e legal anotado e comentado*, 1996, pág. 373.

<sup>78</sup> Reproduzimos aqui algumas das vantagens provenientes da atribuição de boas qualificações ao nível da notação de risco, destacados em Frank Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers*, 2006, pág. 82, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900257](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257).

<sup>79</sup> Alterado pelo Regulamento 462/2013, relativos às agências de notação de risco.

<sup>80</sup> Para que melhor se conheça o papel das Agências de Notação de Risco enquanto *gatekeepers*, vide A. Barreto Menezes Cordeiro, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Almedina, 2015, págs. 312 e 313.

*crédito de um emitente ou instrumento de dívida*”, o que lhe permite tomar decisões de investimento esclarecidas<sup>81</sup>, reduzindo eventuais ineficiências no mercado<sup>82</sup> e ao mesmo tempo, reforçar a confiança do investidor no retorno associado ao investimento naquele instrumento financeiro, assim como permitir-lhe avaliar o risco de crédito de um determinado instrumento financeiro ou de uma sociedade emitente<sup>83</sup>.

O segundo requisito que possibilita a emissão passa pela obtenção de uma garantia, a favor dos detentores de papel comercial, “*que assegure o cumprimento das obrigações de pagamento decorrentes da emissão ou do programa*” (al. c)). O propósito, como bem sabemos, é o de mais uma vez dar a imagem ao investidor em papel comercial de que terá, no prazo de vencimento, o reembolso do capital acrescido da remuneração. A garantia pode eventualmente revestir várias formas e constitui-se além da garantia geral das obrigações do devedor (emitente), pelo que poderá assumir natureza pessoal ou real<sup>84</sup>.

Assume especial relevância a al. b) do art. 4º/3 quando estiver em causa garantia pessoal na medida em que o legislador se preocupou com a solidez financeira demonstrada pelo garante e a capacidade deste em assegurar o cumprimento das obrigações constituídas e que decorrem, originalmente, do direito de crédito dos detentores de papel comercial sobre o emitente.

Por outro lado, será desejável que as garantias prestadas no âmbito de emissões de papel comercial assumam o caráter de garantia autónoma *on first demand* (à primeira solicitação)<sup>85</sup>, isto porque, assumindo que a contratualização de garantia surge com o

---

<sup>81</sup> Assumem especial relevância para os investidores não qualificados, uma vez que estes não dispõem, em regra, de “*capacidade para recolher as informações de que necessita para avaliar de uma forma esclarecida a relação risco/rendimento*” in Ac. RL de 10-03-2015 (Manuel Marques).

<sup>82</sup> Manuel Sá Martins, *Responsabilidade civil das Agências de Notação de Risco por informações prestadas aos investidores*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 47, 2014, pág. 12.

<sup>83</sup> Tiago Mateus, *O novo paradigma da regulação e supervisão do sistema financeiro na união europeia – o caso das agências de notação de risco*, AAFDL, 2015, pág. 186.

<sup>84</sup> Para a distinção entre garantias pessoais ou reais *vide* Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Direito das Obrigações*, Vol. II, 11ª Edição, Almedina, 2017, págs. 313 e 314.

<sup>85</sup> Sobre a figura vejam-se os estudos de Pedro Romano Martinez, *Garantias Bancárias*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Vol. II – Direito Bancário, Almedina, 2002,

intuito de reforçar a confiança dos investidores<sup>86</sup> no reembolso do capital investido acrescido da remuneração, uma garantia desta natureza reforça esse papel pelo facto de o garante “*dever pagar logo que o pagamento lhe é exigido pelo beneficiário, que se limita a comunicar o incumprimento da obrigação (principal) do mandante, pelo que o banco*<sup>87</sup> *não pode formular quaisquer objeções*”<sup>88</sup>.

Note-se que, poderia invocar-se a questão de saber se as garantias prestadas no âmbito de emissões de papel comercial abrangem apenas o capital investido ou se incluem os juros devidos. Porém, uma interpretação literal da lei e a referência no plural às obrigações – a al. c) do artigo 4º/1 fala do “*cumprimento das obrigações de pagamento decorrentes da emissão*” – com o apoio da jurisprudência<sup>89</sup> afastam as dúvidas sobre o problema e incluem o pagamento dos juros no montante garantido.

O terceiro requisito alternativo encontra-se previsto na al. d) do art 4º/1 e exige que o emitente de papel comercial seja “*emitente de outros valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado*”, solução que se entende pelo escrutínio e controlo de que são alvo as sociedades que se enquadram neste âmbito, principalmente ao nível da prestação de informação de índole financeira<sup>90</sup>. Nestes termos, o RJPC dispensa do cumprimento de outros requisitos quando a sociedade emitente em causa já cumpre as exigências previstas para as sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, e por essa razão, cumpre de antemão exigentes pressupostos legais aplicáveis que, dada a natureza equiparável do papel comercial, atribui legitimidade à sociedade emitente para essa emissão.

---

pág. 273 e Manuel Castelo Branco, *A Garantia Bancária Autónoma no âmbito das Garantias Especiais das Obrigações*, Revista da Ordem dos Advogados, ano 53, 1993, págs. 62-83.

<sup>86</sup> Reforço que resulta da autonomia da garantia face à obrigação subjacente. L. Miguel Pestana de Vasconcelos, *Direito das Garantias*, 3ª edição, Almedina, 2013, pág. 134-140.

<sup>87</sup> Na posição de garante.

<sup>88</sup> Vasco Soares da Veiga, *Direito Bancário*, Almedina, 1997, pág. 358.

<sup>89</sup> No Ac. STJ de 17-03-2016 (Maria Clara Sottomayor) é feita referência ao “*acordo de garantia do capital e de juros*”.

<sup>90</sup> Sobre os deveres de informação das sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamento veja-se José João de Avillez Ogando, *Os deveres de informação permanente no Mercado de Capitais*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 64, Vol. I/II, Lisboa, 2004, págs. 31-41.

O requisito previsto na al. e) indica um requisito aplicável apenas às sociedades emitentes fora do âmbito financeiro - as quais devem obedecer aos requisitos financeiros impostos pelo RGICSF - e cuja emissão de papel comercial apenas se autoriza após a apresentação de um rácio de autonomia financeira estabelecido por via regulamentar pela CMVM. O Regulamento da CMVM n.º 2/2014 estabelece, nos termos do art. 1º/1, como rácio mínimo, uma percentagem de 35% de autonomia financeira após cada emissão individualmente considerada. Esta percentagem afere-se por referência aos capitais próprios e ativos líquidos da sociedade apresentados nas últimas demonstrações financeiras – individuais ou consolidadas – aprovadas (art. 4º/2).

Note-se que segundo o n.º 1 do art. 7º do RJPC, não será aplicável à emissão de papel comercial o art. 349º do CSC onde constam os limites de emissão de obrigações. Porém, à luz da última redação do artigo e em confronto com o previsto no art. 4º do Regulamento da CMVM n.º 2/2014, notamos que o conteúdo dos artigos é exatamente igual. A explicação está no facto de a remissão do art. 7º estar consagrada no RJPC desde a sua versão original que remetia para a também versão original do art. 349º/1 do CSC que tomava como referência para o limite de emissão de obrigações a medida do capital social existente e realizado<sup>91</sup>. Essa versão sofreu algumas mutações ao longo do tempo, deixando cair a referência ao capital social, passando a consagrar como referência (exclusivamente) a medida dos capitais próprios da sociedade, uma vez que estes representam com maior exatidão o impacto da evolução da atividade da sociedade no respetivo património<sup>92</sup>. Posteriormente, o art. 349º/1 recebeu a redação que vigora atualmente e que toma como referência para o limite de emissão de obrigações o rácio de autonomia financeira da sociedade, aferida através da relação entre capitais próprios

---

<sup>91</sup> A versão original do art. 349º/1 do CSC dispunha o seguinte: “*As sociedades anónimas não podem emitir obrigações que excedam a importância do capital realizado e existente, nos termos do último balanço aprovado, acrescido do montante do capital aumentado e realizado depois da data de encerramento daquele balanço*”.

<sup>92</sup> Pedro Wilton, *Sobre o artigo 349º do Código das Sociedades Comerciais – Limite de emissão de obrigações*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 21, agosto 2005, págs. 16-20. O autor conclui que a substituição da referência ao capital social pelos capitais próprios é de aplaudir até porque essa é a medida que serve para o mercado medir a “capacidade de resposta” da sociedade ao financiamento através de endividamento.

e ativos líquidos. Ora, atendendo ao disposto no art. 1º do Regulamento n.º 2/2014, vislumbramos que o critério é precisamente o mesmo<sup>93</sup>.

Neste sentido, será ajuizado proceder à conformação dos regimes de modo a evitar eventuais confusões ou dúvidas interpretativas face às limitações destacadas no âmbito das emissões de obrigações e de papel comercial.

Por fim, será ainda possível proceder à emissão de papel comercial mediante a existência de patrocinador<sup>94</sup> da mesma que adquira e mantenha em carteira um mínimo de 5% da emissão até à maturidade, de acordo com a al. f). Esta solução foi introduzida com a alteração ao RJPC pelo DL 29/2014, de 25 de fevereiro, cujo intuito manifestado no próprio preâmbulo foi o de garantir que *“para além do compromisso de retenção de uma parte da emissão, terá como principais funções a criação de mercado<sup>95</sup> e a assistência no cumprimento dos deveres de informação por parte da entidade emitente”*. Recordemos, para efeitos de atribuição da qualificação como CDCP, a existência de patrocinador permite considerar automaticamente que estes são líquidos (art. 11º-A/2).

Além destes objetivos, o outro é comum aos restantes requisitos e foi anteriormente decifrado, passará por dar a imagem ao mercado e, principalmente aos investidores, de que o investimento em papel comercial emitido ao abrigo daquela emissão em concreto poderá considerar-se revestido de adequada segurança e fiabilidade.

Adicionalmente, e ainda relacionado com este último objetivo identificado, o patrocinador pode ter de elaborar o parecer sobre a nota informativa nos termos do art. 17º/2 quando o papel comercial se destine a ser adquirido por OIC, situação que esmiuçamos seguidamente.

---

<sup>93</sup> A solução do ponto de vista material é compreensível pois, como vimos, estamos na presença de dois instrumentos financeiros com a mesma natureza, *i.e.*, representativos de dívida.

<sup>94</sup> Chamamos a atenção para o art. 15º/3 que estabelece as entidades que podem assumir-se como patrocinadores: Instituições de Crédito ou Sociedade emitente de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado que domine o emitente.

<sup>95</sup> A definição de criador de mercado segundo a DMIF II (parágrafo 8) do art. 3º/1) indica que se trata de *“uma pessoa que se apresenta nos mercados financeiros, com carácter contínuo, como estando disposta a negociar por conta própria através da compra e venda de instrumentos financeiros com base no seu próprio capital a preços que ela própria define”*.

### **3.3 Aspetos formais do parecer incluído na nota informativa**

Como abordado anteriormente, a emissão de papel comercial que não vise ser admitido à negociação em mercado regulamentado e que se destine a ser adquirido por OIC deve incluir um parecer sobre a nota informativa tendo por objeto a verificação das informações contidas nesta. Este elemento a adicionar à nota informativa deve ser elaborado por intermediário financeiro, pelo patrocinador ou por ROC, sendo que, nenhuma destas entidades deva estar sujeita às instruções da sociedade emitente de papel comercial.

Uma vez analisado o regime do ponto de vista da estratégia financeira e do propósito a que se destina a emissão dentro deste panorama, cumpre-nos agora analisá-lo numa perspetiva formal e perceber que tipos de implicações estarão em causa após a alteração do art. 17º/2 determinada pela entrada em vigor do DL 77/2017, de 30 de junho. Qual foi a intenção do legislador ao incluir a expressão “*não sujeito a instruções do emitente*” relativamente à entidade que elabora o parecer? E quanto à “*verificação das informações*” ali contidas, estarão em causa funções semelhantes à certificação legal de contas, em regra atribuídas aos ROC?

Preliminarmente, ao analisarmos o modelo de nota informativa que consta em anexo ao DL 69/2004, de 25 de março, facilmente identificamos o cariz marcadamente financeiro que a nota informativa reveste. À semelhança da informação a incluir no prospeto, podemos previamente concluir que as matérias mais relevantes a incluir nestes elementos informativos estão relacionadas com o reporte financeiro, os riscos inerentes à subscrição/aquisição de instrumentos financeiros e os direitos legalmente associados<sup>96</sup>.

---

<sup>96</sup> O considerando (20) da Diretiva dos Prospetos refere que “*tal informação, que deve ser suficiente e tão objetiva quanto possível no que diz respeito às circunstâncias financeiras do emitente e aos direitos inerentes aos valores mobiliários, deve ser fornecida de uma forma que facilite a sua análise e compreensão*”.

E, além desse aspeto, não podemos deixar de notar que as expressões *supra* mencionadas revelam um significado implícito. No primeiro caso, a não sujeição a instruções do emitente parece sugerir que a entidade em causa não deve estar na suscetibilidade de ser influenciada por parte da sociedade emitente, de modo a garantir que a opinião/avaliação que tem por base a nota informativa possa ser expressa de forma totalmente independente. Já no segundo caso, o que estará em causa, em nossa opinião, será a verificação da conformidade entre as informações constantes da nota informativa e a realidade factual relativa à situação jurídica e financeira da sociedade emitente ali descrita.

Ora, quanto ao regime de independência, a questão é liminarmente resolvida quando se trata de intermediário financeiro ou patrocinador. Maior controvérsia suscitarão as situações em que a entidade encarregue de verificar as informações constantes da nota informativa mediante a elaboração de um parecer seja um ROC. Por um lado, a não sujeição a instruções do emitente poderia significar a exigência de um de dois cenários: ou se entende que o ROC apenas poderá considerar-se independente, nos termos descritos do RJPC, quando não preste previamente outros serviços para a sociedade emitente (pensemos no desempenho de funções enquanto ROC da sociedade e/ou auditor externo) ao abrigo de vínculo contratual celebrado para o efeito ou; um segundo cenário possível, será aquele em que ainda que o ROC desempenhe as funções que acabámos de descrever, este possa, feita uma avaliação ao caso concreto, proceder à verificação das informações contidas na nota informativa de forma totalmente independente e em cumprimento do disposto no art. 17º/2 do RJPC.

Um ponto prévio passará obrigatoriamente pela análise ao regime previsto no EOROC. Com base no art. 49º/1, o Estatuto exige que os ROC desempenhem funções “*em regime de completa independência funcional e hierárquica relativamente às empresas ou outras entidades a quem presta serviços*”, independentemente do tipo de serviços em causa. No mesmo sentido, relativamente à designação do ROC, o diploma exige que esta permita sempre assegurar “*a independência do revisor oficial de contas ou da sociedade de revisores oficiais de contas relativamente aos membros executivos do órgão de administração da entidade auditada*”<sup>97</sup>. E, embora não seja dada uma

---

<sup>97</sup> Cfr. art. 50º/1 do EOROC.

definição de independência<sup>98</sup>, podemos considerá-la como a situação em que a entidade em causa não se encontra suscetível de ser influenciada nas apreciações e na formulação de juízos desenvolvidos no âmbito da sua atividade, ou seja, reportamo-nos aos casos em que existe uma *independência de facto*<sup>99</sup>.

Nesta perspetiva, poderá argumentar-se que ao desempenharem funções em causa, por estarem abrangidas nos termos dos Estatutos, os ROC cumprirão, por norma, as regras de independência relativamente à entidade em causa, pelo que qualquer revisor ou sociedade revisora, independentemente de estar ou não contratualmente vinculado à sociedade emitente no âmbito da prestação de serviços de auditoria, revisão e certificação legal de contas, poderá elaborar o parecer incluído na nota informativa da emissão de papel comercial.

Alternativamente, outra opinião poderá prevalecer, no sentido de que nunca estarão reunidas condições de completa independência exigidas, nos termos do art. 17º/2 do RJPC, quando o ROC que se propõe para elaborar o parecer sobre a nota informativa, se encontrava já contratualmente vinculado à sociedade emitente no âmbito dos serviços de auditoria, revisão e certificação legal de contas. A explicação é simples. No caso concreto, dificilmente se considerará independente o ROC que elaborar um parecer sobre a nota informativa que contém os dados financeiros certificados pela mesma entidade. Nesse sentido, prevaleceria a necessidade de ser contratado outro revisor ou sociedade revisora para elaborar o referido parecer.

Sobre esta matéria, consideramos mais adequada a segunda solução. Na verdade, não fará muito sentido do ponto de vista da transparência, que quem emite um juízo de

---

<sup>98</sup> A Diretiva 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 17 de Maio de 2006, relativa à revisão legal das contas anuais e consolidadas prevê no considerando (11) que podem constituir ameaças à independência dos ROC “*os interesses financeiros, diretos ou indiretos, na entidade examinada e a prestação de quaisquer serviços adicionais que não sejam de revisão ou auditoria*”, assim como “*o nível de honorários recebidos de uma entidade objeto de revisão ou auditoria e/ou a estrutura dos honorários*”.

<sup>99</sup> Diz-nos Francisco Saraiva, ainda que relativamente ao auditor externo, que “*independência de facto corresponderá ao estado de espírito do auditor, que o conduz através de uma análise desimpedida de quaisquer condicionantes ou influências que possam perigar a sua objetividade e o seu prejuízo profissional*” in Francisco Saraiva, *Independência e Responsabilidade Civil do Auditor Externo das Sociedades Comerciais Cotadas*, 2015, pág. 35.

conformidade sobre as contas seja a entidade que as certifica ou revê. A imagem que se pretende dar ao mercado com a elaboração do parecer, que é precisamente reforçar a confiança<sup>100</sup> na informação relacionada com a emissão, não se compadece com a circunstância de o avaliador e o avaliado serem na realidade a mesma entidade.

Dir-se-á que aos ROC se aplicam disposições legais e regulamentares que já garantem, pela sua aplicação, a transparência e independência que é devida aos revisores no desempenho das suas funções. No entanto, o que se pretende de uma entidade não sujeita às instruções do emitente é que aquela desempenhe um papel de entidade totalmente desvinculada deste e que surja no processo de emissão apenas para aferir sobre a conformidade das informações contidas na nota informativa com a realidade.

Quanto à segunda questão, cumpre descortinar se o papel do parecer, cujo objeto se consubstancia na “*verificação das informações*” contidas na nota informativa da emissão de papel comercial, deve ser entendido como uma (segunda) certificação legal de contas ou se reveste outra natureza.

Para dar resposta cabal devemos socorrer-nos novamente do EOROC. Sobre esta matéria, o parecer deve enquadrar-se no âmbito da al. b) do art. 41º/1 cuja redação refere o “*exercício de quaisquer outras funções que por lei exijam a intervenção própria e autónoma de revisores oficiais de contas sobre determinados factos patrimoniais de empresas ou de outras entidades*”, contemplando uma cláusula aberta que permita receber outras atividades exigidas por lei.

Por sua vez, a certificação legal de contas limita-se “*a aferir se os documentos de prestação de contas da empresa dão uma imagem fiel da sua situação patrimonial*”<sup>101</sup>, portanto, a função passa por fazer uma verificação sobre a conformidade entre a informação prestada pelas contas e a realidade material em que se encontra a sociedade.

---

<sup>100</sup> Refere João Duque que “*a independência é a chave ou a base para a criação ou manutenção da confiança do público*” in João Duque, *As recomendações da União Europeia para o setor da auditoria*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 16, abril 2003, pág. 86.

<sup>101</sup> Margarida Azevedo de Almeida, *A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, agosto 2010, pág. 17.

Neste sentido, é com alguma segurança que se poderá fazer a equiparação entre as funções atribuídas ao ROC no âmbito da elaboração do parecer e na certificação legal de contas.

A questão releva do ponto de vista da eventual responsabilização do ROC pelas informações *certificadas* através do parecer, uma vez que essa função se enquadra no exercício profissional de funções de interesse público<sup>102</sup>. No entanto, essa responsabilização não se afigura nada facilitada, visto que, da análise do regime dos EOROC e do art. 10º do Cód. VM resulta que, ainda que se deva interpretar restritivamente o conceito de “terceiro” devendo entender-se como “investidor”, o parecer elaborado sobre a nota informativa não se enquadra no âmbito da norma, uma vez que esta apenas se destina a regular os relatórios de auditoria<sup>103</sup>, ficando de fora, para o efeito, os relatórios de revisão e certificação legal de contas.

### 3.4 Emissão

O RJPC indica, nos termos do art. 2º que “*têm capacidade para emitir papel comercial as sociedades comerciais ou civis sob a forma comercial, as cooperativas, as empresas públicas e as demais pessoas coletivas de direito público ou privado*”. A disposição quanto à capacidade para financiamento através de papel comercial sofreu apenas uma - mas significativa - alteração. Esta consistiu na eliminação de parte da redação do anterior art. 1º (do DL 181/92, de 22 de agosto) que exigia que os emitentes tivessem “*sede ou direção efetiva em território português*”, cujo intuito foi precisamente possibilitar a emissão de papel comercial por entidades não residentes<sup>104</sup>, num momento

---

<sup>102</sup> José Melo Rodrigues & Juliano Ferreira, *Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto – O caso específico do Revisor Oficial de Contas*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 55, dezembro 2016, pág. 169.

<sup>103</sup> Margarida Azevedo de Almeida, *A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, agosto 2010, pág. 24. A autora denota a necessidade de recorrer à interpretação restritiva para restringir a amplitude de destinatários abrangidos.

<sup>104</sup> De acordo com o Sumário do DL 231/94, de 14 de setembro que alterou o DL 181/92, de 22 de agosto.

em que se considerou indispensável a captação de capitais estrangeiros, com maior predominância para a procura no mercado europeu.

A emissão de papel comercial (art. 7º/1) pode então operar de forma simples, i.e., uma única emissão realizada pelo emitente através de um conjunto homogéneo de papel comercial representativo daquela emissão em concreto. Por outro lado, poderá ocorrer através de um programa de emissão que pode assumir uma de duas modalidades: de forma contínua ou por séries. No primeiro caso, o emitente está autorizado a proceder à oferta permanente, enquanto que no segundo fá-lo-á através de várias emissões realizadas por fases, “*por intervalos temporais predeterminados ou determináveis*”<sup>105</sup>.

De qualquer forma, as emissões de papel comercial devem registar-se junto do emitente ou em conta aberta junto de intermediário financeiro que o represente, para esse efeito (art. 8º/1).

Posto isto, cabe-nos esclarecer de que forma o regime se adapta em função da natureza das ofertas ser pública ou particular e, relativamente aos casos em que se proceda à admissão à negociação do papel comercial em mercado regulamentado.

O art. 12º determina que são sempre consideradas particulares as ofertas cujo valor nominal unitário do papel comercial seja igual ou superior a 50.000€<sup>106</sup>, como havíamos identificado anteriormente. Por esta via, os emitentes de papel comercial através de ofertas particulares ficam dispensados de cumprir qualquer dos requisitos previstos no art. 4º/1, excetuando-se os casos em que a sociedade emitente não dispõe de certificação legal de contas ou auditoria às contas efetuadas por ROC e, por esse motivo, se exige a intervenção de intermediário financeiro ou do patrocinador da emissão que fica responsável pela “*prévia verificação dos requisitos previstos no artigo 4.º, se aplicáveis*”<sup>107</sup>.

Por outro lado, caso o papel comercial seja oferecido a destinatários indeterminados, deve a emissão cumprir pelo menos um dos requisitos anteriormente enunciados (art.

---

<sup>105</sup> Aproveitámos neste ponto a descrição dos vários procedimentos, ainda que na obra citada se refiram à emissão de obrigações. António Silva Dias, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, 2002, pág. 105.

<sup>106</sup> Cfr. art 4º/2 al. a).

<sup>107</sup> Cfr. art. 15º/2.

4º/1) e, uma vez destinado apenas a pessoas com residência ou estabelecimento em Portugal, a nota informativa da emissão ou do programa, fica sujeita a aprovação pela CMVM<sup>108</sup>. Refira-se ainda o disposto no art. 12º/4 que “*exige a emissão de certificação legal de contas ou de auditoria às contas da entidade emitente*” efetuada por ROC, pelo menos, relativamente ao último exercício. Por último, destaca-se a exigência de intervenção de intermediário financeiro para a prestação de serviços de assistência e colocação e prestação de outros serviços financeiros, como o pagamento por conta e ordem da entidade emitente (art. 15º/1).

No que toca ao processo de admissão à negociação de papel comercial (16º/1), destaca-se a possibilidade de qualquer investidor qualificado, quando tenha subscrito pelo menos 50% da emissão, poder requerer a sua admissão à negociação, sem carecer da autorização de entidade emitente (n.º 4). Esta faculdade suscita alguma curiosidade quando conjugada com a disposição prevista no art. 20º-A/1 que obriga a entidade emitente a informar imediatamente o mercado sobre “*qualquer facto ou informação precisa de que tome conhecimento e que não sejam públicos, suscetíveis de influenciar de maneira sensível*”<sup>109</sup> o preço do papel comercial”. No limite, poderá acontecer que a admissão opere contra a vontade da entidade emitente e, ainda assim, decorra por efeito dessa admissão o dever que acabamos de mencionar.

### **3.5 As Revolving Underwriting Facilities e as Note Issuance Facilities**

Além das questões anteriormente discutidas relacionadas com o novo prazo máximo de maturidade, conhecemos ao longo do tempo algumas formas que permitiram contornar o curto prazo associado ao papel comercial, designadamente, “*através de operações de engenharia financeira*”<sup>110</sup> que, ainda assim, não descaracterizam o instrumento

---

<sup>108</sup> Cfr. art. 12º/2.

<sup>109</sup> Esclarece o art. 12º/2 que se considera “*suscetível de influenciar de maneira sensível o preço a informação que afete de modo previsível e significativo a capacidade do emitente de proceder ao reembolso da emissão*”

<sup>110</sup> José Engrácia Antunes, *cit.*, pág. 288.

financeiro em causa. No fundo, aquilo que acontece é uma mera substituição do direito ao reembolso por um novo direito de subscrição de uma nova emissão de papel comercial. Por essa via, a sociedade emitente não chega a reembolsar os investidores ao ‘trocar’ os valores mobiliários representativos da emissão anterior por outros da nova emissão.

Os dois mecanismos mais usuais e que permitem às sociedades emitentes fazer uso das hipóteses *supra* identificadas são as *Revolving Underwriting Facilities* (RUF) e as *Note Issuance Facilities* (NIF), as quais se prestam essencialmente ao propósito de permitir que os investidores em papel comercial consigam fazer face ao curto período de maturidade através da dilatação do prazo de reembolso com frequentes renovações do prazo inicial<sup>111</sup>.

As figuras enunciadas embora desempenhem uma função idêntica, estruturam-se de formas diferentes. As RUF são constituídas pelos casos em que um grupo de subscritores (*underwriters*) se obrigam a financiar uma sociedade emitente através da subscrição da emissão de papel comercial. O reembolso de uma eventual emissão anterior fica assegurado pela ‘garantia’ de subscrição a que se vincula o referido grupo de subscritores.

Por outro lado, as NIF assumem uma estrutura diferenciada, na medida em que um grupo de entidades<sup>112</sup> assume previamente, perante a sociedade emitente, a obrigação de subscrever todos os valores mobiliários emitidos e não subscritos de determinada emissão.

---

<sup>111</sup> Paulo Câmara, *cit.*, pág. 205.

<sup>112</sup> Em regra, trata-se de um conjunto de instituições financeiras contratualmente ligadas entre si com o propósito descrito.

### 3.6 Papel comercial e titularização

A natureza flexível do papel comercial continua, em certa medida, pouco explorada. Ainda que eventos recentes<sup>113</sup> possam ter causado impactos menos positivos na reputação deste instrumento do mercado monetário, esse fator não invalida que a sua utilidade deva ser posta em causa como meio de financiamento societário ou como um importante elemento integrante de grandes operações com esse propósito.

Nesta fase, recordemos aquilo que foi dito quanto à eventual integração dos CDCP para integrar OIC ou, uma outra solução igualmente viável, a utilização de papel comercial em operações de titularização de créditos. Tendo presente a sua natureza, o facto de consistir num direito de crédito sobre a sociedade emitente permite ao(s) subscritor(es) dispor desses mesmos direitos ao seu critério, o que envolve uma possível alienação dos mesmos.

Nesse sentido, abordamos neste ponto as emissões titularizadas, mais conhecidas como *asset-backed commercial paper* (ABCP). Estruturalmente, estas emissões consistem na emissão de papel comercial cujo reembolso está assegurado pelo reembolso dos créditos subjacentes. Mais concretamente, a operação ocorre, em regra, da seguinte forma: um veículo de investimento (*Special Purpose Vehicle* ou SPV) adquire de outra entidade, normalmente uma sociedade, que detém direitos de créditos ou outros direitos sobre outrem<sup>114</sup> (e.g. outra sociedade a quem vendeu um conjunto de mercadorias ainda não pagas) que estão registados no seu balanço. Uma vez alienados<sup>115</sup>, o risco relativo à

---

<sup>113</sup> Algumas notas sobre o investimento em papel comercial nos principais anos da crise e a relevância de episódios anteriores relacionados in Marcin Kacperczyk & Philipp Schnabl, *cit.*, pág. 29-49.

<sup>114</sup> Os créditos adquiridos podem ter origem numa única entidade ou serem adquiridos através de várias sociedades. Assim se distinguem os programas *multi-seller* (vários vendedores) dos *single-sellers* (vendedor único) como demonstram Daniel Covitz, Nellie Liang & Gustavo A. Suarez in *The Evolution of a Financial Crisis: Collapse of the Asset-Backed Commercial Paper Market*, Journal of Finance, Forthcoming, 2012, pág. 8, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1364576](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364576).

<sup>115</sup> Salientamos que, do ponto de vista do cedente dos créditos, o interesse passará por alienar os créditos e não apenas o risco associado, visto que a intenção será precisamente retirar esses créditos do balanço. Esse evento classificará a operação de titularização como sintética (transmissão do risco de crédito) ou

cobrança desses créditos transmite-se para o SPV, que após os deter em carteira emite ABCP, cujo pagamento à sociedade que detinha originalmente os créditos será feito por conta do financiamento obtido através dessa emissão<sup>116 117</sup>.

No panorama atual, parece-nos uma opção pouco explorada. A possibilidade de retirar estes créditos dos registos contabilísticos e, conseqüentemente, alhear-se do risco associado (*e.g.* decorrência do prazo, mora, incumprimento) permitindo que sejam rapidamente transformados em liquidez.

A figura não é recente, tendo sofrido alguns danos reputacionais durante a última grande crise, motivados essencialmente pela integração de créditos com diferentes notações de risco, com grande variabilidade em termos de liquidez e com fraca intervenção dos patrocinadores da emissão<sup>118</sup>.

No entanto, espera-se que a nova regulamentação beneficie a imagem que o mercado criou sobre os programas de ABCP. O Regulamento que estabelece o regime geral para a titularização de créditos e cria um regime específico para a titularização simples, transparente e padronizada<sup>119</sup> vem esclarecer em que casos são permitidos estes programas, com o propósito de reforçar o nível de transparência subjacente<sup>120</sup>. Por sua vez, o Regulamento relativo aos fundos do mercado monetário<sup>121</sup> estabelece em que casos os ABCP são elegíveis para integrar esses fundos<sup>122</sup>. Espera-se que com este novo ímpeto legislativo se reforce a confiança e o mercado seja motivado a voltar a apostar neste tipo de operações financeiras.

---

como tradicional (transmissão dos créditos). Para melhor compreensão sobre a distinção entre as figuras *vide* Ana Rita Almeida Campos, *Titularização de Créditos – Algumas notas sobre titularização sintética*, Separata da Revista da Banca, n.º 60, 2005, pág. 80.

<sup>116</sup> Thomas K. Hahn, *Commercial Paper*, FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 79, n.º 2, 1993, pág. 61, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2129289](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2129289).

<sup>117</sup> Para conhecimento da história de emissões de *asset backed securities* em Portugal e enquadramento da estrutura das operações *vide* Pedro Cassiano Santos & André Figueiredo, *O mercado português da titularização de créditos: diversificação e maturidade*, Direito dos Valores Mobiliários, IVM, Coimbra, 2006, págs. 357-359.

<sup>118</sup> Daniel Covitz, Nellie Liang & Gustavo A. Suarez, *cit.*, pág. 4.

<sup>119</sup> Regulamento (UE) 2017/2402 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 2017.

<sup>120</sup> Considerando (8) do Regulamento 2017/2042.

<sup>121</sup> Regulamento 2017/1131, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de junho de 2017.

<sup>122</sup> Cf. Considerando (23) do Regulamento 2017/1131.

## Conclusão

O papel comercial tem desenvolvido nas últimas décadas uma considerável importância ao nível do financiamento societário. As carências de liquidez – principalmente, de curto prazo – tornaram-no um valor mobiliário apetecível do ponto de vista da estratégia financeira das sociedades e das respetivas estruturas de capital.

A sua criação deveu-se, essencialmente, ao assumido compromisso de criação de outros meios de financiamento a par do mais usual, o crédito bancário. Nesse sentido, foi manifesta a preocupação de responder com uma estrutura que garantisse, com a celeridade e versatilidade que o ritmo da atividade empresarial exigem, a constituição de um instrumento de financiamento que permitisse providenciar, com a devida urgência, a liquidez pretendida e sem que fosse necessário recorrer à banca ou à habitual capitalização através dos sócios.

Na realidade, embora tenha sido criado de modo a atender a múltiplas exigências, além do que abordámos anteriormente, pretendeu-se que o papel comercial fosse suficientemente apelativo do ponto de vista da captação de investimento pelos aforradores, bem como que revestisse uma estrutura maleável e adaptável para integrar outras operações financeiras de “larga escala”, como é o caso dos programas de ABCP.

Contudo, parece-nos que as últimas alterações ao regime têm demonstrado que o caminho pretendido será o de afastar o papel comercial do investidor (cliente) não profissional, atribuindo-lhe uma estrutura que, embora não comprometa a fiabilidade e a segurança do investimento, reveste contornos que requerem necessariamente maiores conhecimentos no âmbito financeiro e do Direito dos valores mobiliários.

Com isto, pretende-se reforçar a ideia de que, ainda que o papel comercial se inclua na categoria de instrumentos financeiros não complexos à luz da DMIF II<sup>123</sup>, a sua estruturação ou a introdução em operações com maior nível de sofisticação implicam necessariamente a inadequação da sua comercialização junto de investidores não profissionais.

---

<sup>123</sup> Cfr. subalínea iii) do artigo 25.º/4, al. a) da DMIF II.

No seguimento das últimas alterações, aplaudem-se opções como a redução de entraves à emissão, através do cumprimento de requisitos alternativos, e a criação de categorias específicas para propósitos determinados como é o caso dos CDCP destinados ao investimento por parte de OIC, ainda que o regime preveja, em determinadas circunstâncias, a possibilidade de serem subscritos/adquiridos por investidores profissionais e não profissionais.

Por fim, destaca-se a marcada preocupação do legislador em termos de divulgação de informação, da conformidade dessa informação com a realidade em que se inserem os emitentes e das exigências ao nível da supervisão e regulamentação dos aspetos relacionados com as emissões de papel comercial.

Imperioso será, em jeito conclusivo, denotar o seguinte. É sobretudo em momentos posteriores às aparentes ineficiências evidenciadas nos mercados financeiros que ficam demonstradas as preocupações com a respetiva resolução e nos quais se empregam os maiores esforços na reconquista da credibilidade e confiança que estes pretendem ver-lhes reconhecidos.

## Bibliografia

ALMEIDA, Carlos Ferreira de, Desmaterialização dos títulos de crédito: valores mobiliários escriturais, Separata da Revista da Banca, n.º 26, abril/junho 1993

ALMEIDA, Margarida Azevedo de, *A responsabilidade civil perante os investidores por realização defeituosa de Relatórios de Auditoria, Recomendações de Investimento e Relatórios de Notação de Risco*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 36, agosto 2010

ANTUNES, José Engrácia, *Os Títulos de Crédito: Uma Introdução*, 2ª edição, 2012

ASCENSÃO, José de Oliveira, *A proteção do investidor*, Direito dos Valores Mobiliários, Vol. IV, 2003

CAMANHO, Paula Ponces, *Do Contrato de Depósito Bancário*, Almedina, 2005, páginas 86 e 87 *apud* Michele Spinelli & Giulio Gentile, *Diritto Bancario*, Seconda Edizione, Padova, Cedam, 1991

CÂMARA, Paulo, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, Almedina, 3ª edição, 2016

CAMPOS, Ana Rita Almeida, *Titularização de Créditos – Algumas notas sobre titularização sintética*, Separata da Revista da Banca, n.º 60, 2005

COOK, Timothy Q. & LAROCHE, Robert K., *Instruments of the money market*, 7th Edition, 1993

CORDEIRO, A. Barreto Menezes, *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. I, Almedina, 2015

CORDEIRO, António Menezes, *Direito Bancário*, Almedina, 5ª edição revista e atualizada, 2014

COVITZ, Daniel, LIANG, Nellie, & SUAREZ, Gustavo A., *The Evolution of a Financial Crisis: Collapse of the Asset-Backed Commercial Paper Market*, *Journal of Finance*, Forthcoming, 2012

CUNHA, Paulo Olavo, *Direito das Sociedades Comerciais*, 6ª edição, 2016

DIAS, António Silva, *Financiamento de Sociedades por Emissão de Obrigações*, 2002

DIAS, Cristina Sofia, *Notas e questões sobre a lei aplicável à emissão de instrumentos de dívida de curto prazo (Papel Comercial) por Sociedade com sede e administração efetiva em Portugal*, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 12, 2001

DUARTE, Rui Pinto, *Suprimentos, Prestações Acessórias e Prestações Suplementares – Notas e Questões, Problemas do Direito das Sociedades*, Almedina, 2002

DUFEY, Gunter, & GIDDY, Ian H., Innovation in the International Financial Markets, *Journal of International Business Studies*, Vol. 12, n.º 2, Tenth Anniversary Special, 1981

DUQUE, João, “As recomendações da União Europeia para o setor da auditoria”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 16, abril 2003

FERREIRA, José Amadeu, *Valores Mobiliários Escriturais*, Almedina, 1997

GOMES, José Ferreira, Responsabilidade civil pelo prospeto, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 56, abril 2017

HAHN, Thomas K., Commercial Paper, FRB Richmond Economic Quarterly, Vol. 79, n.º 2, 1993

INSTITUTO SUPERIOR DE GESTÃO BANCÁRIA, Direito na atividade bancária, Instituto de formação bancária, Lisboa, 2000

KACPERCZYK, Marcin & SCHNABL, Philipp, *When Safe Proved Risky: Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-2009*, The journal of Economic Perspectives, Vol. XXIV, n.º 1

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes, *Direito das Obrigações*, Vol. II, 11ª Edição, 2017

MARTINEZ, Pedro Romano, *Garantias Bancárias*, Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Inocêncio Galvão Telles, Vol. II – Direito Bancário, Almedina, 2002

MARTINS, Manuel Sá, *Responsabilidade civil das Agências de Notação de Risco por informações prestadas aos investidores*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 47, 2014

MATEUS, Tiago, *O novo paradigma da regulação e supervisão do sistema financeiro na união europeia – o caso das agências de notação de risco*, AAFDL, 2015

NORONHA de OLIVEIRA, Alexandre, *Da Diretiva dos Gestores de Fundos de Investimento Alternativo ao Regime dos Organismos de Investimento Coletivo: Regime atual e perspetivas futuras*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 52, dezembro 2015

OGANDO, José João de Avillez, *Os deveres de informação permanente no Mercado de Capitais*, Separata da Revista da Ordem dos Advogados, Ano 64, Vol. I/II, Lisboa, 2004

PARTNOY, Frank, *How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers*, 2006

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de, *Manual de Corporate Finance*, Almedina, 2ª edição, 2015

PROENÇA, António Manuel, *Produtos e Instrumentos Financeiros – regime fiscal e legal anotado e comentado*, 1996

RODRIGUES, José de Melo & FERREIRA, Juliano, *Responsabilidade pelo Conteúdo do Prospeto – O caso específico do Revisor Oficial de Contas*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 55, dezembro 2016

SANTOS, Pedro Cassiano & FIGUEIREDO, André, *O mercado português da titularização de créditos: diversificação e maturidade*, Direito dos Valores Mobiliários, IVM, Coimbra, 2006, págs. 357-359

SARAIVA, Francisco, *Independência e Responsabilidade Civil do Auditor Externo das Sociedades Comerciais Cotadas*, 2015

STEINBERG, Marc I., *International Securities Law – A Contemporary and Comparative Analysis*, International Banking, Finance and Economic Law Series, Vol. XI, Kluwer Law International, 1999

VASCONCELOS, L. Miguel Pestana de, *Direito das Garantias*, 3ª edição, Almedina, 2013

VEIGA, Vasco Soares da, *Direito Bancário*, Almedina, 1997

WILTON, Pedro, *Sobre o artigo 349º do Código das Sociedades Comerciais – Limite de emissão de obrigações*, Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 21, agosto 2005